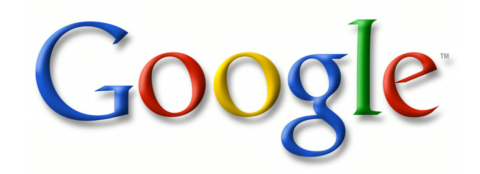
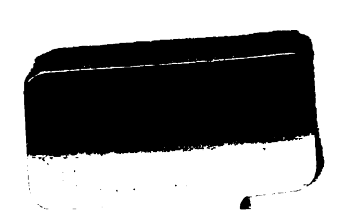
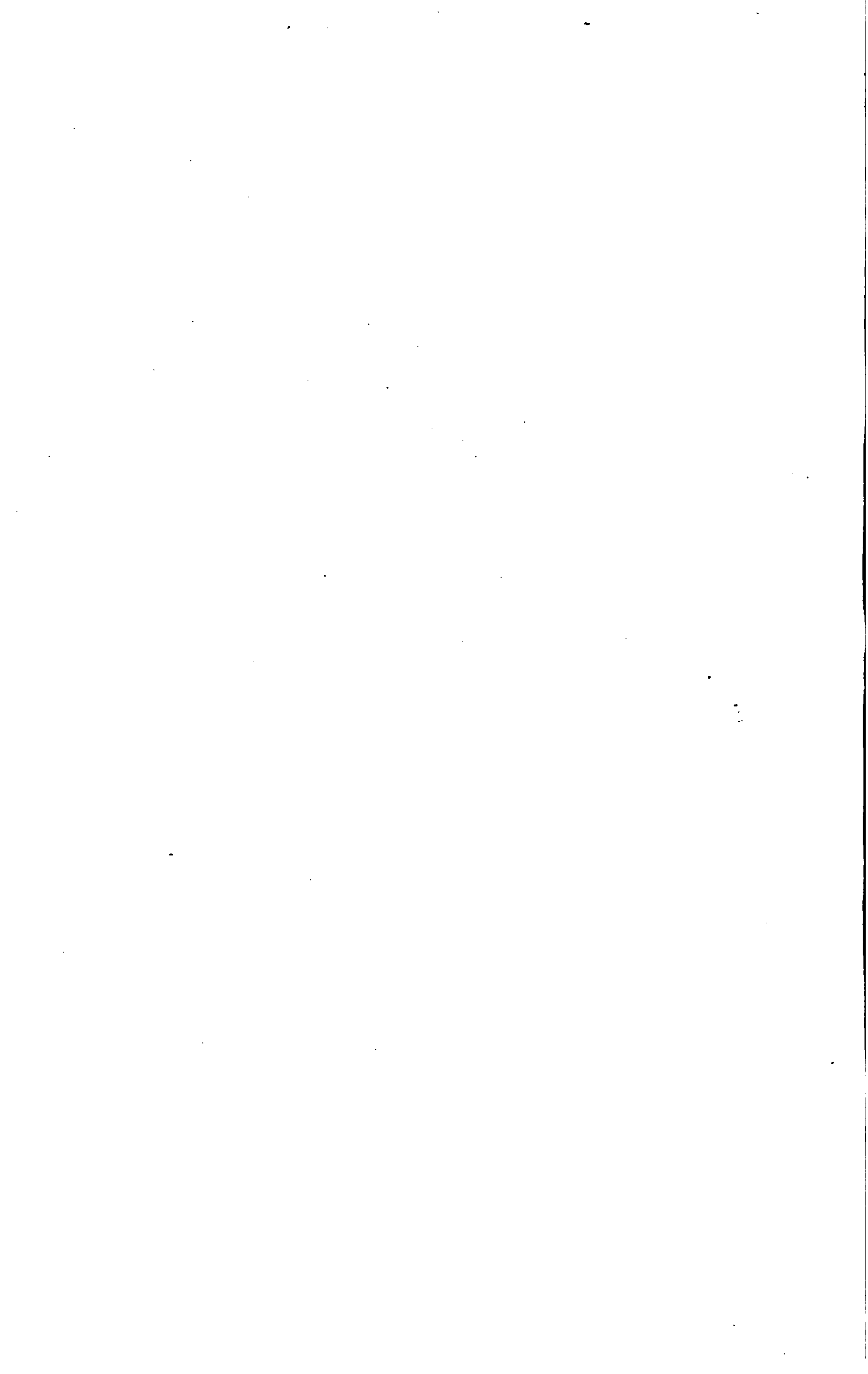










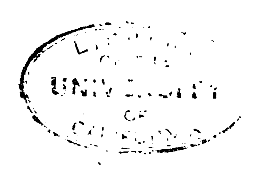
DIE

EFFECTENBÖRSEN

UND IHRE GESCHÄFTE.

VON

Dr. jur. BRUNO MAYER.



WIEN 1899.

ALFRED HÖLDER,

K. U. K. HOF- UND UNIVERSITÄTS-BUCHHÄNDLER,

I., ROTHENTHURMSTRASSE 15.

Vorwort.

Ich beabsichtige im folgenden die Grundzüge des Börsewesens auseinanderzusetzen, also sowohl die wirtschaftlichen wie die rechtlichen Vorgänge an der Börse zu beleuchten.

Dabei habe ich außer der Beschränkung, welche darin liegt, dass ich nur die Elemente darstellen will, mir eine zweifache Grenze gezogen, eine stoffliche und dann nothgedrungen eine territoriale. Die stoffliche Grenze besteht darin, dass ich vier große Capitel, nämlich: Emissionswesen, Commissionshandel, Börsesteuer und Schiedsgerichte nicht *ex professo* behandelte; die zwei letztberührten Punkte glaubte ich ausscheiden zu können, da diese jüngst von zwei (österreichischen) Schriftstellern, Weishut und Horowitz, in so glänzender Weise bearbeitet wurden, dass ich nichts mehr beizufügen hätte. Das Emissionswesen und den Commissionshandel bespreche ich aus principiellen Gründen hier nicht; denn wenn diese beiden mit dem Börsewesen auch in einem engen Zusammenhange stehen, so ist es doch kein solcher Zusammenhang, dass man sie durchaus in diesem Rahmen behandeln muss. Das Emissionswesen und der Commissionshandel bestehen ja auch unabhängig von der Börse; wollte man sie also hier abhandeln, so würde man den Instituten entweder nicht voll und ganz gerecht werden, oder aber zu Erörterungen genöthigt

sein, welche mit dem Börsewesen gar nichts zu schaffen haben. Ich beabsichtige, in einer abgesonderten Darstellung darauf zurückzukommen.

Was die territorialen Grenzen anlangt, so behandle ich nur die österreichischen und deutschen Verhältnisse; denn kritiklos *relata referre* ist einer wissenschaftlichen Arbeit nicht würdig; zu einer Prüfung des Materials konnte ich aber nur bei den Einrichtungen der österreichischen und deutschen Börsen gelangen, denn nur da war es möglich, genauen Einblick in das Treiben zu erlangen, dank der Liebenswürdigkeit, mit welcher Männer der Praxis, namentlich in Wien, mir Winke und Aufklärungen gaben, wofür ich diese hier meinen herzlichsten Dank entgegenzunehmen bitte. Außerdeutsche Verhältnisse streifte ich also nur.

Nachdem schon beinahe ein Jahrhundert Juristen und Nationalökonomen, Theoretiker und Praktiker sich ununterbrochen schriftstellerisch mit der Börse beschäftigt haben, sollte man glauben, dass längst das letzte Wort über die Börsen gesprochen sei.

Dass dem nicht so ist, ist einerseits darauf zurückzuführen, dass so viele nicht *sine ira et studio* sich mit der Börse beschäftigten, sondern auf eine unehrliche und gemeinschädliche Weise Schlagworte, wie „Verstaatlichung der Börse", „Abschaffung der Börse", „Abschaffung des Terminhandels", politisch ausbeuteten, andererseits der Börseverkehr fortwährenden Wandlungen unterworfen ist.

Dass die der Politik zuliebe entstandenen Irrlehren im Kampfe mit der Wissenschaft unterliegen werden, ist wohl anzunehmen. Aber der andere Grund, nämlich die stete Veränderlichkeit des Börseverkehrs, wird stets neue Untersuchungen nothwendig machen.

Die begrifflich letzte Frage des ganzen Börseproblems, wie wird sich dieses „Papierreich", in welchem wir leben, ge-

stalten? kann nur aufgeworfen, nicht beantwortet werden (*sub specie aeternitatis* kann man die Börse natürlich nicht betrachten), denn sie enthält ja die Frage nach der künftigen Gestaltung unserer gesammten wirtschaftlichen Verhältnisse! Die Börse ist eben eine Institution unserer modernen Capitalswirtschaft, und dies lässt es auch in milderem Lichte erscheinen, wenn die leidige Politik nicht achtlos an der Börse vorübergieng.

Zum Schlusse gestatte ich mir, Herrn Hofrath Professor Dr. Carl Menger, welcher mir gütigst viele wertvolle Winke gab und das Fortschreiten der Arbeit mit Interesse verfolgte, meinen ehrfurchtsvollen Dank auszusprechen.

Möge diese Arbeit als ein Versuch, die Grundzüge des modernen Börsewesens darzustellen, eine nachsichtige und wohlwollende Beurtheilung finden!

Wien, Ostern 1899.

Bruno Mayer.

Literatur-Übersicht.

Im nachfolgenden gebe ich eine Übersicht derjenigen Werke, welche zu einem der von mir behandelten Capitel specielles Material geliefert haben. Selbstverständlich ist in den Jahresberichten von Unternehmungen, den täglichen Börseberichten und in der Wochenschau der großen Blätter und der Fachorgane eine ergiebige Quelle. Dass die gangbaren Lehr- und Handbücher der Nationalökonomie, wie die von F. B. W. Hermann, Rau, List, Roscher, Hildebrand, Lorenz v. Stein, Adolf Wagner, Gustav Cohn, v. Philippovich, Leroy-Beaulieu, ferner die Compendien und Commentare des Handelsrechtes, wie die von Anschütz-Völderndorf, Canstein, Cosak, Gareis-Fuchsberger, Keyssner, Makower, Pollitzer, Puchelt und Willenbücher, wie auch die Handbücher und Lexika der Staatswissenschaften von Lexis, Schönberg, Mischler-Ulbrich reiches einschlägiges Material enthalten, ist selbstverständlich, und wurde das betreffende Buch, wenn es benützt wurde, in der Note angeführt.

Bei der Suche nach Vorarbeiten auf nationalökonomischem Gebiete unterstützte mich der Bibliothekar des jur.-pol. Lesevereines in Wien, Herr Josef Stammhammer, wofür ich ihm meinen herzlichsten Dank ausspreche.

Um die neuere Börseliteratur zu finden, ist die kritische Überschau Endemanns im VII. Bd. des juristischen Literaturblattes eine sehr bequeme Vorarbeit.

Adler Karl: Zur jur. Construction des Kostgeschäftes; Goldschmidts Zeitschrift, Bd. 35; Realcontract und Vorvertrag, Iherings Dogm. Jahrb., Bd. 31.

Aicardi P.: *Il giuoco di borsa.*

Alexander-Katz: Der Begriff Börse und die freien Vereinigungen, 1897.

Alphabet de la bourse, 1879.

Annuaire de la bourse et de la banque, 1857.

Amelin: *La marché libre de l'Escompte,* 1865.
Apt: Das Börsengesetz, 1896.
L'Article de s'enrichir promptement à la bourse, 1879, 1881.
Anonym: Der Terminhandel, Hamburgische Börse, Halle 1892 (auch 1889).
Anonym: Das Differenzgeschäft, 1893.
Armelani: *Il riporto,* 1883.

Bailliot: *Guide pratique des opérations à la bourse,* 1873.
Barry: *Suppression de l'agiotage,* 1872.
Bamberger: Gründer, Banken ..., „Gegenwart", 1873.
Basch J.: Wirtschaftliche Weltlage, 1898.
Bastiné: *Code de la bourse,* 1876.
Bachmann: Die Effectenspeculation, 1898.
Baron J.: Die Börsenenquête (Archiv f. bgl. Recht, Bd. 9), 1895.
Bähr Otto: Börsenspiel und Gerichtspraxis, 1893; Börsenspiel nach den Protokollen, 1894.
Bender: Verkehr mit Staatspapieren im Inlande, 2. Aufl., 1830.
Beigel: Katechismus des Bank- und Börsewesens, 1886.
Bielschowsky: Die rechtliche Natur der Prämiengeschäfte, 1892.
Bigot G.: *Quelques mots sur la bourse,* 1882.
Bittner: Die Effecten an der Wiener Börse, 1893.
Bizet: *Précis des diverses manières de spéculer sur les fonds publics en usage à la bourse de Paris,* 1816.
Bobeuf P. A.: *La bourse et la loi,* 1863.
Börsenoperationen, Die, 1857 (Zürich).
Boudon: *Les bourses anglaises,* 1898.
Bourse, La, et le palais de l'Industrie, 1851.
Börsenspiel, Das, der Gegenwart, „Unsere Zeit", 1869.
Börse, Die, mit ihren Schattenseiten und Gründungsschwindel, 1873.
Buchère: *Traité des opérations de la Bourse,* 1877.
Bresson: *Des fonds publics français et étrangers,* 7. Aufl., 1843.
Brückner: Differenzgeschäfte, 1894.
Burdet E.: *La bourse à Paris et à Londres,* 1873.
Buzin J.: *Études complètes sur la bourse,* 1882.
Buhl Conrad: Die jur. Natur der Speculationsanschaffung nach Art. 271. 1897.
Bum: Zur Reform der Wiener Börse, 1896.

Cibbini: Untersuchungen über die Bestimmung einer Börse, 1817.
Cohn G.: Tübinger Zeitschrift f. Staatswissenschaften, 1868, 1876, 1877; Göttinger gelehrte Anzeigen, 1879; Die Börse und die Speculation, 1867; Beiträge zur Deutschen Börsereform, 1895; Beiträge zur Deutschen Börsereform, Schmollers Jahrbuch, N. F. XIX (auch Deutsche Rundschau, 1894).
Coffinières: *Les opérations de la bourse et des spéculations sur les effets publics,* 1824 (von Schmalz übersetzt).
Côte (La) expliquée des valeurs de bourse, 1870.
Courtois: *Défense de l'agiotage,* 1864.
Cohnstaedt: Vorschläge der Börsenenquête-Commission, 1894.

Delacomble: *Des marchés à terme d'effets publics,* 1823.

Déchalotte: *Description de toutes les manoeuvres et intrigues employées à la bourse,* 1832.

Dénéchand: *La science de la bourse,* 1861.

Deville: *Les opérations de bourse,* 1834.

Delmer: *The great paper bubble,* 1864.

Denkschrift über die Revision des Maklerwesens in Bremen, 1862.

Dewey Henry F.: *A treatise on contracts for future delivery and commercial vagers,* 1886.

Dreyer: Sächs. Archiv für bgl. Recht und Process, II, 1892.

Durant A.: *La bourse et les emprunts,* 1868.

Ehrenberg Richard: Die Fondsspeculation und die Gesetzgebung, 1883; Das Zeitalter der Fugger 1896; (namentlich der II. Bd.) Makler, Hosteliers und Börse, Goldschmidts Zeitschrift, 30. Bd.; Jb. für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 58.

Ehrmann: Rechtliche Aussichten über den vielbesprochenen Handel mit Staatspapieren, 1812.

Emissionshäuser, Die Berliner, Berlin 1873.

Errera A.: *Il Krach nel* 1873—1874, *„nuova antologia“,* 1874.

Erichsen: Die ostindische Mission der Triester Börse, 1846.

Endemann: Das moderne Börsecommissionsgeschäft im Effectenverkehr, 1895.

Eschenbach A.: Reform des Börse- und Bankgeschäfts, Deutscher Ökonomist, 1891; Termingeschäft und Börsereform, Goldschmidts Zeitschr., Bd. 41, 1892; Dringlichkeit der Börsenreform, 1895; Verhältnis der Fondsbörse zur Landwirtschaft, 1894.

Felegyhazy: Die neuen Usancen der Pester Börse, 1886.

Fonctions des agents de change près la bourse, 1844.

Frankl: Die jur. Natur des Kostgeschäftes, Jur. Bl., 1874.

Francis J.: *La bourse de Londres,* 1854; *Chronicles and characters of Stock exchange.*

Fritsch: Boden, Wucher und Börse, 1894.

Fuchs K.: Rathgeber für die Capitalsanlage, 1895.

Fuchs: Der Warenterminhandel, Jb. f. Gesetzgebung etc., 14. Bd.

Gareis: Die Börse und die Gründungen. Deutsche Zeit- und Streitfragen, 1874; Archiv f. deutsches Wechsel- und Handelsrecht, Bd. 18, S. 123 ff.; bei Holtzendorff s. v. Prämiengeschäfte.

Gagern v.: Differenzgeschäfte, 1894.

Gandon C.: *Sur la liberte de courtage,* 1865.

Geschwindt: Börsenreform in Deutschland (auch Pfleger), 1897.

Germanicus: Der zweite Pariser Krach, 1883.

Giffen R.: *Stock exchange,* 1877.

Glagau: Börsen- und Gründungsschwindel in Berlin, 1876; Börsen- und Gründungsschwindel in Deutschland, 1877.

Goda A.: *De l'alea,* 1882.

Godrant E.: *Les opérations de bourse,* 1881.

Goldschmidt Julian: XXII. Deutscher Juristentag.

Goldschmidt Levin: Börsen und Banken, Preuss. Jahrb., 68. Bd., 6; Handelsrecht, System.

Gönner v.: Die Stockjobbery und der Handel mit Staatspapieren, 1820.
Grossmann: Die Amsterdamer Börse vor 200 Jahren, 1876.
Grünhut C. S.: Das Börsen- und Mäklerrecht bei Endemann, III.
Guillard E.: *Les opérations de bourse,* 1875; *La bourse en Belgique,* 1878.
Gülpen van: Terminhandel und Börse, 1895.
Hahn S.: Geschichte des Gründungsschwindels in Österreich, „Unsere Zeit", 1875.
Hasenöhrl: Berliner Effectenbörse.
Hassenpflug: Das Lieferungsgeschäft, 1846.
Hatschek: Frankfurter Börsenhandbuch, 5. Aufl., 1897.
Haupt Ottomar: *Arbitrages et Parités,* 7. Aufl., 1887.
Havas J. A.: Die Börse, 1890.
Heymann J.: Law und sein System.
Hilberg: Das erste Jahrhundert der Wiener Börse, 1871.
Hirschbach H.: Von der Börse: Geist der Speculation, 1861; Katechismus der Börsengeschäfte, 1863.
Hoffmann: Das Reichsbörsengesetz, 1897.
Holdheims: Zeitschrift für Actienrecht 1891—1898 mit einschlägigen Aufsätzen von Bendixen, Bondi, Freud, Holdheim, Klöppel, Kohler, Korn, Lotz, Pfleger, Riesser und zahlreichen Entscheidungen.
Hosche: Effectenterminhandel, 1896.
Hübner: Die Banken 1854 u. öfters.
Hüllsner: Börsengeschäfte 1897.
Hüttler: Darstellung der Börsegeschäfte, 1895.
Ichenhäuser J.: Börsenkrisis; Reformarbeit an den Börsenauswüchsen, 1893.
Jäger: Die ältesten Banken.
Jacobson: Terminhandel in Waren, 1889.
Jeanotte Bozérian: *La bourse, ses opérateurs et ses opérations,* 1859.
Jeanneret J. T.: *Le jeu, le pari et les marchs de bourse.*
Journal des Economistes (J. d. E.) mit einschlägigen Artikeln von Mathieu-Bodet (1882), Courtois (1850, 1859, 1864, 1871), Coq (1859, 1864), Baudrillart (1861), Cozic (1885), Garnier (1864), Horn (1857), Lannay (1857), Neymark (1884); Debatte der Gesellschaft der Volkswirte über die Börsenreform, 1898.
Jürgens: Hamburger Börsen-Handbuch, 1893.
Kalisch: Börse und Börsengeschäfte, 1890.
Kautsch: Bank- und Börsenwesen, 1871.
Klemperer: Die rechtliche Natur der Genusscheine, 1898.
Keyser: *The law relating to the transactions on Stock exchange,* 1850.
Kempin: Börsensysteme der Schweiz, 1892.
Kitzinger: Begriff und Klagbarkeit der Differenzgeschäfte, 1893.
Klima: Capitalsanlage und Börsespeculation, 1881.
Kirchenpaner: Die alte Börse in Hamburg, 1841.
Kolb G. T.: Börsenschwindel und Täuschungen im Staatslexikon von Rottek, 1858.
Korn: Die Rechtsgeschäfte des Effectenverkehrs, 1893.
Kurnberger: Von den socialen Wirkungen des großen Wiener Börsensturzes, 1875.
Kunreuther: Das Börsengesetz, 1896.

Kohler: Das Börsenspiel, 1894.
Laband: Reyschers Zeitschrift f. deutsches Recht, Bd. XX.
Ladenburg: Börsengeschäfte, in Goldschmidts Zeitschrift, Bd. III, 1860, Busch's Archiv, Bd. XIV, Bd. XX.
Lahusen: Das Differenzgeschäft, 1894.
Lambert: *La bourse à la porté de tout le monde,* 1886.
Lasker: Rede über die Missbräuche bei modernen Gründungen, 1873.
Le Balleur J.: *La spéculation financière,* 1884.
Lefèvrè H.: *Le jeu de la bourse,* 1870; *Theorie élémentaire des opérations de Bourse,* 1870; *Traité des valeurs mobilières,* 1870; *Principes de la science de la bourse,* 1875.
Leist: Jahrbücher f. Nationalökonomie und Statistik, 3. Folge, Bd. 1 (Differenzgeschäft und Differenzclausel); Archiv für civ. Praxis, Bd. 83. (Die Differenzansprüche aus Börsegeschäften.) Besprochen von Rümelin: Krit. Vierteljahrsschrift, N. F., Bd. XVI.
Leser: Geschichte der Prämiengeschäfte. Festgaben für Knies, 1896.
Lesser L.: Zur Geschichte der Wiener Börsen, 1844.
Leveille J.: *Le régime de la bourse,* 1868.
Levi F.: *Le banche et la borsa,* 1868.
Léon E.: *Étude sur la coulisse et ses opérations,* Paris 1897.
Levy v. Halle: Der freie Handelsmakler in Hamburg und in Bremen. Schmoller's Jahrbuch, 16. u. 17. Bd.
Levy-Ullmann, *Négociations de valeurs cotées par l'intermédiaire.*
Liberté (De la) des transactions en matière de bourses, 1859.
Liberté de transactions, le marché libre à la bourse, 1864.
Liebhold: Börsenordnungen von Wien und Berlin, 1826.
Limange: *La bourse et les agents de change,* 1864.
Lyon-Caen et Renault: *Traité de droit commercial,* 1893.
Malss: Goldschmidts Zeitschrift, Bd. IV, 1862 (Gutachten der Frankfurter Handelskammer über Börsegeschäfte).
Macdermott: *The London Stock Exchange,* 1877.
Mathy R.: Börse etc., Staatslexikon von Rottek, 1858.
Maddison: *Speculation on the Stock Exchange,* 1878.
Mayet: Japanische Geld- und Effectenbörse, 1889.
Mayer Felix: Die Mäkler und Agenten im österr. Recht, 1898.
Merouvel: *Moeurs de joueurs,* 1882.
Meyer R.: Capitalismus *fin de siècle,* 1894.
Mercator E.: Differenzen, 1879.
Mettetal: *Les jeux de bourse et la législation,* 1882.
Meilsheimer & Laurence: *The law and customs on the London Stock Exchange,* 1879.
Mirecourt E.: *De la bourse, ses abus et ses mystères,* 1858; *La bourse et les signes de siècle,* 1863.
Michaelis: Volkswirtschaftliche Schriften, I, II, 1873. (Die wirtschaftliche Rolle des Speculationshandels.)
Minor A.: *On the science and practice of Stock Exchange speculation· 2nd edit.,* 1892.

Mirès J.: *A mes juges,* 1861; Die Börseschwindler und die öffentliche Corruption in Frankreich.
Mirabeau: *Dénonciation de l'agiotage,* 1787, übersetzt von Rast.
Mollot: *Des reports à la bourse,* 1861.
Moser James: Die Lehre von den Zeitgeschäften, 1875; Die Berliner Effectenbörse.
Mortimer: *Every man his own broker,* 1761.
Moussier: *La bourse et ses mystères,* 1879.
Müller Hans: Das Reportgeschäft, 1896.
Mystères de la bourse ou l'art de devenir millionair, 1880.
Munk: Missbräuche an den Börsen, 1892.
Nadir: *Encore la bourse,* 1859.
Nebenius: Der öffentliche Credit, 1820.
Neustadtl: Ideen zur Reform der Wiener Börse, 1883.
Neuwirth: Die Speculationskrisis, 1875.
Neymark: *La vérité sur la caisse Mirès,* 1868.
Neumann A.: Courstabellen.
Ofner: Das Kostgeschäft in den Jur. Blätt., 1874, und in Goldschmidts Zeitschrift, Bd. XXXVII.
Oppenheim: Zur Geschichte des Börsenschwindels.
Pagès: *Le monopole des agents,* 1859.
Perrot-Lemaire: *Le grand catéchisme de la bourse,* 1881.
Perrot: Bank-, Börsen- und Actienschwindel, 1873; Der Fall Bontoux, 1882.
Pilot: *Le financier,* 1879.
Piccinelli: *Apprezzamento dei valori publici e delle operazioni di borsa,* 1897.
Pochet: *Géométrie des jeux de Bourse, Journal d. Act.,* 1873.
Privatspeculation, Die, an der Wiener Börse, 1871.
Proudhon: Handbuch des Börsenspeculanten, 1857.
De Prât: *Des reports (thèse),* 1890.
Regeneration des österreichischen Effectenmarktes, 1873; — der Wiener Börse, 1883, beide anonym erschienen.
Riesser: „Mäkler", Goldschmidts Zeitschrift, Bd. 26.
Ring: Organisation der Börsen, Arch. f. bgl. Recht, Bd. 8.
Robinow: Der Begriff des Wertpapieres, 1892.
Rongier: *Les réformes proposées sur les opérations de bourse,* 1882.
Rubrom M.: Neues Wiener Börsebuch, 1872, und Schmerzensrufe an der Wiener Börse, 1873.
Salings: Börsenpapiere, 6. und 7. Aufl. (auch Saling—Siegfried—Sandheim).
Sattler: Die Effectenbanken, 1890.
Scherph: Handel mit Staatspapieren und Börsespiel, 1831.
Schäffle: Der große Börsenkrach 1873, Zeitschr. f. Staatswissensch., 1874.
Scherer Ch.: *Questions financières: le bourse de Paris,* 1887.
Scherzer R. v.: Die Londoner Effectenbörse, 1878.
Schön: Das allgem. D. H. G. B. und die Wiener Börse, 1863.
Schnetzler: *L'exception de jeu,* 1892.
Schneider-Dahlheim: Die Usancen an der Berliner Börse, 1899.

Seelemann: Klagbarkeit der Differenzgeschäfte, 1888.
Siegfried: Die Börse und die Börsegeschäfte, 1884 (auch Saling-Siegfried).
Seifert-Schubert: Handb. f. d. sächsische Börse, 1887.
Stutfield & Cantley: *The rules and usages of the Stock Exchange*, 1893.
Spitzer: Differenzgeschäfte, Grünhuts Zeitschrift, Bd. XXIII.
Struck: Die Effectenbörse, ... 1882; Zur Geschichte der Pariser Börsenkrisis im Jahre 1882, Schmollers J. B., 1883.
Sommaruga: Die Wiener Börseordnung, 1855.
Steinacker: Die Börsereform in Ungarn, 1899.
Souchay: in Lindes Zeitschrift, III, 1830.
Supino: *L'operazioni di borsa secondo la pratice,* 1875.
Tedeschi: *Dei contratti di borsa detti differenziali in Italia ed all estero,* 1898.
Thaer: Klagbarkeit der Differenzgeschäfte, 1885.
Thaller: *Les reports. Annales de droit commercial,* Bd. VII.
Thöl: Verkehr mit Staatspapieren, 1835; Das Handelsrecht, 6. Aufl.
Thorwart: Zum Börsegesetz, 1895.
Troplong: *Contrats aléatoires.*
Vainberg: *Le mécanisme des opérations de la bourse*, 1862; *questions de bourse*, 1884.
Weber Max: Die Ergebnisse der D. B. E., Goldschmidts Zeitschrift, Bd. 43, 44.
Weishut: Der Effectenumsatz und die Börsegeschäfte, 2. Aufl., 1898.
Wiedenfeld: Die Börse, 1898.
Wiener: Das Differenzgeschäft vom Standpunkte der heutigen Rechtsprechung, 1894; *L'exception de jeu,* 1883.
Weyna v.: Antwort auf die Stockjobbery, 1821.
Wolf Julius: Schweizer Börsereform, 1895.
Worte, einige warnende, über die Stockjobbery, 1831.
Wilson A. J.: *A glossary of . . . termes in use on the Stock Exchange,* 1895.

Zinzendorf: Über die Nothwendigkeit einer Börse in Wien, 1757.

Das Gesetz vom 1. April 1875 betreffend Organisierung der Börse (cit. B. G.).
Das Gesetz vom 4. April 1875 betreffend die Handelsmäkler oder Sensale.
Ferner die **Statuten** der österreichischen Börsen, die **Bedingungen** für den Handel, dann die **Arrangementordnung** enthalten im 11. Bd., 2. Th. der Manz'schen Gesetzes-Ausgabe, 13. Aufl. (Herausgeber: Landesgerichtsrath Dr. **Friedländer**).
Das Gesetz vom 22. Juni 1896 Börsengesetz für Deutschland (cit. D. B. G.).
Die Protokolle der deutschen Börsenenquête-Commission ex 1892/3 (cit. D. B. E. G.)
Der Bericht derselben Commission s. Anlagen, 1893.
Die Berathungsprotokolle derselben Commission.

Inhalts-Übersicht.

Seite

I. Abschnitt. Börse und Wirtschaft . . . . . . 1—85

Einleitung S. 1. — Die Börsen als juristische Person S. 6. — Preisbildung S. 13. — Der Courszettel und seine Bedeutung S. 19. — Die Function der Coulisse S. 29. — Die Börse als allein möglicher Central-Effectenmarkt S. 39. — Die Speculation S. 50. — Vor- und Nachtheile des Terminhandels S. 59. — Börse und Staat S. 83.

II. Abschnitt. Die Personen (Subjecte) des Börseverkehrs . . . . 86—117

Die Börsebesucher und Börsemitglieder S. 87. — Die Mäkler S. 103. — Der Börsecommissär S. 116.

III. Abschnitt. Die Gegenstände (Objecte) des Börseverkehrs . . . . 118—135

Devisen S. 118. — Valuten S. 119. — Wertpapiere, Handelspapiere, Effecten: Begriff S. 120. — Die Effecten des Wiener Courszettels S. 126. — Zulassung zur Cotierung S. 131.

IV. Abschnitt. Die Formen des Börseverkehrs . . 136—210

Allgemeines S. 136. — „Differenzgeschäfte“ S. 140. — Die Rechtsregeln der Börsegeschäfte S. 156. — Geschäfte mit beschränktem Risico: ihre Technik S. 165, — ihre Structur S. 175. — Schiebungs- und andere Hilfsgeschäfte (Report-, Lombard-, Pfandgeschäft, Prolongation) S. 185.

solche specielle und specifische Gütergruppen gebildet, dass ein so gearteter Verkehr ermöglicht wurde, und zugleich das Publicum sich mit diesen Gütergruppen und der besonderen Verkehrsgestaltung befreundet hat?

Also Fonds- oder Effectenbörsen gibt es erst in dem Augenblicke, wo es „Fonds“, „Effecten“ gibt. Nur mit diesen Effectenbörsen will ich mich im folgenden beschäftigen und die vielfach anders gestalteten Waren- (und Producten-) Börsen nicht in den Kreis meiner Untersuchung einbeziehen.

„Wertpapiere“ in dem Sinne, dass ein Vermögensrecht in einer Urkunde verkörpert ist, hat es schon sehr frühe gegeben: doch erst in dem Momente, wo man auf die Idee kam, statt eines Schuldscheines auf z. B. 100.000 fl. hundert Scheine auf 1000 fl. auszustellen, und weiters der Gläubiger erklärte: ich zahle jedem Besitzer oder jedem besonders qualificierten Besitzer, erst in diesem Momente vollzog sich jener Process, welcher das „Gut“ befähigte, Gegenstand jenes besonderen Marktverkehrs zu werden, welchen die Börse bedingt. Die Nothwendigkeit einer solchen Umgestaltung der Papiere war gekommen, als nicht mehr der Landesfürst mit seinem persönlichen Credit dem Gläubiger, dem Banquier, haftete, sondern der Staat, die Stände, und Hand in Hand damit die Summen, welche dargeliehen wurden, so enorme waren, dass sie ein einzelner kaum beschaffen, geschweige denn auf die Länge der Zeit entbehren konnte; wenn der Schuldner aber statt eines hundert Scheine lautend auf Theilsummen gab, so konnte der Banquier Scheine verkaufen und, wenn es Inhaberpapiere sind, dem Erwerber damit von selbst das Recht verschaffen, sich beim Schuldner um die Befriedigung zu bewerben. Das Wesentliche für uns ist, dass wir z. B. 1000 Schuldscheine auf 100 fl., ausgestellt von den niederländischen Ständen, haben — diese 1000 Scheine sind ganz gleichwertig; es besteht zwischen ihnen kein wirtschaftlicher und rechtlicher Unterschied — man kann daher „einen Schuldschein“ verlangen, der Verkäufer ist nur verpflichtet, „einen Schuldschein“ zu liefern; ob dieser Schuldschein die Nummer 1 oder die Nummer 100 trägt, ist einerlei: vorausgesetzt, dass nicht ein Falsificat vorliegt, kann ich ohne Besicht kaufen: ich weiß ja, was ich bekomme: ein solcher Schuldschein ist ein fungibles Gut. Darunter versteht man

solche Güter, welche im Verkehre gleich geachtet werden, bei denen es nur auf die Art und Zahl, nicht auf die Individualität ankommt.

Wenn nur ein oder wenige solcher Darlehen bestehen, dann ist ein Verkehr noch ganz gut so möglich, dass derjenige, welcher einen solchen Schuldschein erwerben will, zum Banquier geht, welcher das Darlehen negotierte, dort den Schein kauft, und er kann ziemlich sicher darauf rechnen, bei plötzlichem Geldbedarf einen Abnehmer unter den Kaufleuten und Capitalisten der Stadt zu finden: ganz anders, wenn viele solche Darlehensgeschäfte von den Banquiers einer Stadt oder eines Landes gemacht wurden: da wird es nothwendig, einen Markt zu haben, wo solche Schuldscheine ge- oder verkauft werden können; ein solcher Markt musste auch dem Schuldner sehr lieb sein, denn da konnte er leicht erfahren, wie sein „Credit“ steht, ob er neue Anlehen aufnehmen, ob er an eine Convertierung der alten denken könne etc.; — wenn der Schuldner ein Landesherr, ein Land, ein Staat war, so musste er dieser Entwicklung des Marktes günstig gestimmt sein. Dieser Markt ist nun die Börse.

Schon im 17. Jahrhundert waren Unternehmungen gegründet worden, welche ein Capital erforderten, das ein einzelner vielleicht gar nicht besaß, jedenfalls nicht riskieren wollte: um diesem wirtschaftlichen Bedürfnis zu genügen, wurden Actiengesellschaften geschaffen (Détails können hier nicht gegeben werden), und auch bei den Antheilscheinen dieser Gesellschaften, den Actien, machte sich das Bedürfnis nach einem Markte geltend[1]): — die Actiengesellschaften und die Staatspapiere haben zu den modernen Börsen geführt. Bender sagt: „Die erste Veranlassung zum Börsenverkehr geben die Geschäfte, welche mit Actien betrieben wurden, während die Ausbildung dem Verkehre mit Staatspapieren zuzuschreiben ist.“

Börsenähnliche Gebilde bestanden zuerst in Italien, so in Venedig und an anderen Orten; die erste wirkliche Börse finden wir im 15. Säculum zu Brügge: dort soll auch der Name entstanden sein: vor dem Hause eines Großhändlers, van der

---

[1]) Das Belehrendste und Schönste über den ältesten Actienhandel sind die bei Ehrenberg mitgetheilten Stellen aus Don Joseph de la Vega.

Burse, versammelten sich täglich viele Kaufleute: es hieß. ich gehe zum „Burse“, und daraus hat sich (wie? ist nicht verfolgbar) wahrscheinlich der Name Börse entwickelt.[1]) In Italien finden wir das Wort Börse in dem specifischen Sinne erst im 16. Jahrhundert. Die Heimat der modernen Börsen sind die Niederlande; Brügge, seit 1531 Antwerpen; auch in England, in London, bestand schon ziemlich frühzeitig eine börsenähnliche Institution: aus dem Namen der Straße, in der sich die erste Börse befand, kann man auf die Heimat der ersten Börsenkaufleute schließen: Lombard Street, die Straße der Lombarden: also Italiener waren die ersten Negotianten an der Londoner Börse. Die eigentliche Börsengründung gieng von einem ausgezeichneten Ökonomen, Gresham, aus (1566); im Jahre 1570 erhielt die Institution die Anerkennung seitens des Königs. An den niederländischen Börsen wurden holländische, portugiesische und englische Staatsanlehen negotiiert. In England war der Hauptsitz des Actienhandels. Für Waren, Valuten und Wechsel gab es einen ausgedehnten Markt zu Lyon und dann später namentlich zu Besançon (Champagne-Messe). In den Hansestädten ist schon um den Wendepunkt des 16. und 17. Jahrhunderts ein Börsenverkehr in Waren; Staatsanlehen gab es in Deutschland damals nicht, sondern nur Fürstenschulden. Der Londoner Actienmarkt, der Lyoner Wechselmarkt und der Antwerpener Fondsmarkt haben dann zusammen zu unseren Börsen geführt. Eine solche moderne Börse ist wohl zuerst in Amsterdam: dort wurden Waren, Stocks und Actien gehandelt (Grossmann); in Frankreich finden wir schon im 16. Säculum „Börsen“, zu Lyon, Toulouse, doch waren dieselben bedeutungslos; in Paris gab es einen börsenmäßigen Handel, derselbe wurde nach dem Law'schen Krache durch Schaffung von Cautelen reglementiert (1724). Die deutschen „Börsen“ waren Wechsel- oder Warenmärkte; in Hamburg gab es eine Fondsbörse (schon seit dem 16. Jahrhunderte, aber nicht unter dem Namen „Börse“). Die Orte, welche heute in deutschen Landen groß und mächtig sind, waren damals weniger wichtig: Augsburg, Nürnberg und die Hansestädte waren die Handelscentra. Die Augsburger arbeiteten in den Niederlanden, die Nürnberger hatten nur Warenhandel.

---

[1]) Grimm bringt das Wort mit βύρσα (Rindshaut) in Verbindung.

Im Jahre 1757 hat Graf Zinzendorf eine gänzliche Reform des Schuldenwesens vorgeschlagen, und angeregt: „es wird in allen Hauptstädten der verschiedenen deutschen Erblande eine Börse errichtet . . . . in Wien, Prag und Brünn“. 1771 wurde thatsächlich in Wien eine Fondsbörse eröffnet, vermochte aber bis in die 20er Jahre unseres Jahrhunderts keine Bedeutung zu erlangen; erst mit den großen österreichischen Staatsanlehen und dann ganz allgemein durch das auf gewisse Systeme gestützte Schuldenwesen der europäischen Staaten, welche bis auf unsere Tage reichlich Nahrung geben, begann ein eigentlicher Börseverkehr in Deutschland. Namentlich in Frankfurt, dem Sitze der Bethmann und Rothschild, entwickelte sich der Handel mit Staatspapieren; circa 1840 sehen wir den Anfang jener großen Bewegung, welche der Bahnbau auf dem Effectenmarkte hervorrief, zuerst in Preußen, wo der Actienhandel aber schon 1844 mit Erfolg eingeschränkt wurde.

Einen ganz besonderen Schwung bekam der Effectenhandel durch die Crédits mobiliers: das Mutterinstitut ward zu Paris begründet, 1853 wurde in Deutschland die sogenannte Darmstädter Bank (Bank für Handel und Industrie), 1856 in Wien die k. k. priv. Creditanstalt für Handel und Gewerbe gegründet. Diese Crédits mobiliers fanden bald allenthalben Anklang; sie haben neben dem regulären Bankgeschäftsbetrieb intensiv bei den Gründungen von Bahnen und vielen industrieller Etablissements mitgewirkt, und ohne Hilfe der Börse wäre diese Mitwirkung wohl kaum möglich gewesen, da ein directes Abstoßen der zahlreichen Papiere unmöglich ist und die in solchen Gründungen festgelegten Gelder doch bald wieder flüssig werden müssen; und gerade jetzt, an der Schwelle zweier Jahrhunderte wird wieder viel, viel Capital für Elektricitätswerke gesucht, und wie anders kann dies beschafft werden als mit Hilfe der Börse?! Daher denn die Anschauung von Julius Wolf: „Im Laufe der Zeit haben sich die Verhältnisse geändert und heute bedarf es des Spielmarktes als Marktes nur in Ausnahmsfällen“, wohl die bestehenden Verhältnisse nicht recht würdigt, d. h. die Ansprüche des Marktes und der Industrie und vor allem noch der Staaten unterschätzt! Auch den Bedürfnissen der Landwirtschaft trägt die Börse indirect Rechnung, namentlich den Bedürfnissen des

Realcredites, indem sie der Markt ist für Pfandbriefe und andere Hypothekarobligationen und zugleich der Markt für die Actien derjenigen Institute, welche obige Papiere ausgeben — der Crédits Fonçiers und der Agrar- und Rentenbanken.[1]) —

Unter dem Worte „Börse" begreift man verschiedenerlei: zunächst den besonders gestalteten Markt, also die volkswirtschaftliche Institution; ferner sagt man: von 12—1 Uhr ist Börse, bezeichnet also die Börsestunden damit; auch das Gebäude heißt „Börse". Man spricht auch von einer „schwachen", „matten" Börse und meint damit, dass die Course flau sind.

Einer ganz besonderen Besprechung bedarf die „Börse als juristische Person". — Es hat sich nämlich im Laufe der Zeit theilweise direct durch Eingriffe der Staatsgewalt, eine Organisation der Börsebesucher herausgebildet; die „Börse" als Collectivbegriff aller gegenwärtigen, zukünftigen und gewesenen Mitglieder ist das Subject gewisser Rechte und Pflichten geworden, welche nicht zugleich solche des einzelnen oder aller einzelnen Mitglieder sind. Es gibt Börsenversammlungen, bei denen es sehr fraglich ist, ob eine solche juristische Persönlichkeit besteht, oder ob sie nicht einfache Zusammenkünfte mehrerer Personen an einem bestimmten Orte zu einer bestimmten Zeit sind, etwa vergleichbar einem Stammtisch oder ähnlichem. Die ursprünglichen Börsen bestanden ja darin, dass sich mehr oder weniger Personen, zumeist Kaufleute, täglich oder mehrmals der Woche an einem bestimmten Orte versammelten, dort geschäftliche Angelegenheiten besprachen und Geschäfte abschlossen, wobei natürlich gewisse Abmachungen stets gepflogen wurden, die ziemlich gleichlautend für alle Fälle waren und allmählich subintelligirt wurden, sich also als „Usance" entwickelt haben; es war selbstverständlich, dass, wenn der Vater mit Tod abgegangen ist, der Sohn an dessen Stelle trat,

---

[1]) Die Nationalökonomen zeigen uns, wo der Punkt ist, an dem die Börsen im Systeme der Wirtschaft ansetzen, der Jurist Endemann gibt uns die Wirtschaftslage zu jener Epoche, wo die Börsenzeit beginnt; Jeanotte-Bozérian spricht von den französischen Börsen, Hilberg, Grossmann geben Monographien. Das einzige Werk, welches eine Geschichte des Börsewesens gibt, ist das classische Buch „Das Zeitalter der Fugger" (II. Band) von Richard Ehrenberg; dieser ist heute wohl die erste Autorität auf diesem Gebiete.

ja dass auch manchesmal ein Principal seinen Commis hinschickte: all dies änderte nichts an dem Charakter einer solchen Versammlung als einer Privatgesellschaft; auch wenn ein Local gemietet, ein Diener angestellt wird, Preislisten gedruckt werden: es gibt ja auch derartige gesellige Vereinigungen, Kegelclubs für eine Saison etc., und bei diesen ist das Local eben nicht von der Vereinigung, sondern von den einzelnen Personen zusammen gemietet. Heute gibt es in Österreich, Deutschland und Frankreich kraft gesetzlicher Bestimmung, in allen anderen Staaten *de facto* keine solchen Versammlungen, welche den Namen „Börse" führen dürfen, sie sind nur „Winkelbörsen"; jede Börse ist in diesen Staaten auch eine juristische Person. Im einzelnen nur herrscht die größte Verschiedenheit, freie Vereinigungen, Corporationen öffentlich- und privatrechtlicher Natur treten uns entgegen: welcher dieser einzelnen Arten die betreffende Börse angehört, ist *quaestio facti.*

Die Corporationen sind zur Erreichung eines bestimmten gemeinsamen Zweckes bestehende Personenvereinigungen; das eine Mitglied stirbt, das andere scheidet aus, und neue treten ein, unbeschadet der Identität der Gesellschaft. In England ist die Börse ein Club, ein Privatverein, wie etwa ein Tennis- oder Cricket-Club. Die Aufnahme ist sehr schwer zu erlangen, daher die Londoner Börse einen sehr vornehmen, aristokratischen Charakter hat. Mit der Auflösung der Corporation muss die juristische Person keineswegs untergehen, namentlich wenn ein Vermögen vorhanden ist, bleibt sie solange bestehen, als die vor der Auflösung bestandenen Rechte und Verbindlichkeiten fortdauern: es ist aber keineswegs nöthig, dass eine Börse Vermögen hat, es gibt ja auch andere Corporationen ohne Vermögen. Die Börse in Glasgow ist eine Art Zunft: die Mitgliedschaft ist erblich, d. h. nur die Mitglieder gewisser Familien sind börsefähig, hier ist der Eintritt in die Corporation sehr erschwert.

In manchen Staaten ist es genügend, wenn sich mehrere Personen zu einem erlaubten Zwecke vereinigen, um eine juristische Person zu schaffen. In Österreich und auch in Deutschland genügt das nicht; verwaltungsrechtliche Vorschriften verlangen mehr. Während in England die Börsen Privatcorporationen sind, sind sie bei uns in Österreich und

in Deutschland öffentliche Corporationen. Der Unterschied besteht darin, dass letztere zur Verfolgung von Zwecken dienen, welche nach den herrschenden wirtschaftspolitischen Anschauungen für den Staat hochwichtig sind und daher unter seiner Mitwirkung realisiert werden sollen, während die Privatcorporationen lediglich im Interesse der Mitglieder bestehen (so z. B. früher die Börse zu Mannheim). Es darf nicht irre machen, dass der Börsemann in der Börse nur eine Institution zur Befriedigung seiner Privatinteressen sieht. Auch in Deutschland bedarf die Errichtung einer Börse der Genehmigung der Landesregierung, in Österreich der Bewilligung des Finanz- und des Handelsministeriums; freilich war es hier nicht immer so: die älteste Börseordnung reglementierte die Börse auf sehr strenger Basis. Die Wiener Börse auf dem Kohlmarkt (1799) hieß: k. k. priv. Börse[1]); das Patent (Gesetz) vom 11. Juli 1854 spricht nichts von einer Genehmigung der Börse; dagegen wertvolle Anhaltspunkte gibt das nicht mehr geltende Patent (Gesetz) vom 26. Februar 1860 über Warenbörsen: in diesem heißt es in § 2, dass solche Warenbörsen in jedem Kronlande in den Hauptstädten oder an anderen Handelsorten nach Maßgabe des Bedarfes und bei Sicherstellung des Kostenaufwandes errichtet werden können. Im Börsegesetz von 1875 heißt es dann weiter, dass die Börsen unter staatlicher Überwachung stehen (also etwa so wie die Actiengesellschaften).

Eine einheitliche Definition der Börsen als juristische Personen kann man nicht geben, sondern eine solche ist nur auf historischer Grundlage möglich für die einzelnen Staaten, ja oft für die verschiedenen Börsen in demselben Staate. In England herrscht von jeher die größte Handelsfreiheit, daher denn auch der Staat sich um die einzelnen Börsevereinigungen etc. nicht kümmert, was er um so beruhigter kann, da er weiß, dass der Engländer streng rechtlich denkt und Zucht und Ordnung aufrecht zu halten weiß. In Amerika sind die Börsen Corporationen mit *numerus clausus.*[2]) In Frankreich hat man mit der Börse schlechte Erfahrungen gemacht; sie hat dem

[1]) Sie hatte ein Statut auf Grund eines kaiserlichen Privilegiums; 1825 ward sie eine Staatsanstalt und hieß k. k. Börse.

[2]) In New-York werden die Plätze à circa 20.000 $ verkauft. Die japanischen Börsen sind Actiengesellschaften, so in Tokio, Osaka, Yokohama (Mayet).

Staate großen Schaden zugefügt, indem Wucherungen von ihr ausgiengen, welche verderblich waren. Große Rentenspeculationen à la baisse waren direct gegen den Staat gerichtet, außerdem gab es in keinem Lande so schwere Börsenkrisen wie in Frankreich. Die französische Börse ist eine streng polizeilich reglementierte Institution, vom Staate begründet, vom Staate controliert und für jedermann, etwa wie eine Poliklinik benützbar. Jeder kann hinkommen und dem *Agent de change* einen Auftrag geben. Die Börse ist nicht mehr Corporation, sondern eine (für den Staat hochwichtige) Anstalt.

In Deutschland herrschten bis vor kurzem ganz verschiedene Zustände.[1]) In Preußen galten bis zum Reichsbörsengesetz ähnliche Bestimmungen wie bei uns (Art. 3 des E. G. zum Handelsgesetzbuch), es waren concessionierte Corporationen öffentlich-rechtlicher Natur; in Bayern war die Börse ein Privatverein der Kaufleute, um welche sich der Staat weiter nicht kümmerte. In Württemberg bestand die Börse zu Stuttgart mit königl. Genehmigung als öffentliche Corporation. In Sachsen war die Dresdener Börse ein Privatverein, die Leipziger eine Corporation öffentlich-rechtlicher Natur. In Baden und in Elsass-Lothringen waren die Börsen Privatvereine[2]); in den Hansestädten, wo die Börsen hohe Bedeutung haben, sind sie staatlich regulierte Versammlungen gewesen, welche größtentheils unter mittelbarer Aufsicht des Staates standen. Die mittelbare Aufsicht bestand in der Unterordnung unter die Handelskammern, welche wieder in diesen Städten beinahe staatliche Organe sind; der Eintritt war aber jedermann gestattet. In den kleinen deutschen Staaten gibt es keine Börsen.

In Österreich ist die Börse eine vom Staate genehmigte und unter staatlicher Aufsicht stehende autonome Corporation. Diese Regelung scheint mir eine ganz richtige zu sein, denn dass der Staat an einem Markte wie der Börse sehr stark interessiert ist, wird wohl jeder anerkennen, und die richtigste Art der Bethätigung des Interesses ist wohl, ein Börsegesetz zu erlassen und Sorge zu tragen, dass dieses Gesetz entsprechend gehandhabt werde.

---

[1]) Vgl. Bericht der D. B. E. C. Apt., pag. 49 ff.

[2]) Vgl. Bericht der D. B. E. C.

Der Staat hat die Pflicht, die Börse zu überwachen, und dazu dient bei uns der Börsecommissär. Dieser, obwohl in der deutschen Börsenenquête bespöttelt, wurde in Deutschland eingeführt unter dem Namen „Staatscommissar“. Die in Österreich und in Deutschland bestehende Organisation scheint mir unseren wirtschaftlichen Verhältnissen am besten zu entsprechen, zumal es ja unbenommen bleibt, nach Bedarf den Bogen der staatlichen Aufsicht und Einwirkung anzuspannen.

Eine Versammlung oder Vereinigung von Kaufleuten, welche Geschäfte nach bestimmten Regeln abschließt, ist keine Börse, wenn sie nicht vom Ministerium genehmigt ist. Es ist daher ungenau, wenn es heißt (§ 1 B. G.): Nicht genehmigte Börsen (Winkelbörsen) dürfen nicht bestehen; das sind eben gar keine „Börsen“, sondern nur börsenähnliche Gebilde, Winkelbörsen.[1]) An diesen sind entweder Leute zu finden, welche nicht börsefähig sind, oder es werden Papiere gehandelt, die nicht cotirt sind, oder es wird zu Stunden gehandelt, wo eben keine Börse ist. (Diese letzteren Versammlungen sind von den Motiven zum deutschen Börsegesetz nicht als Winkelbörsen, sondern gleichsam als „Annexe“ der Börsen betrachtet.) Die Theilnahme an einer Winkelbörse wird mit Geld- oder Arreststrafen belegt (§ 1 B. G.). Schon mit Finanzministerial-Erlass vom 28. November 1850 und vom 5. Mai 1856 wurde gegen die Winkelbörsen eingeschritten. In der älteren Zeit finden wir z. B. 1849 in Wien eine reguläre Winkelbörse. Nirgends aber spielte bis in unsere Tage die „Winkelbörse“ eine solche Rolle wie zu Paris; denn die sogenannte Coulisse ist nichts anderes als eine Winkelbörse *(petite bourse)*. Noch mehr ist es der „Boulevardverkehr“. Der Charakter der Pariser Börse sagte eben vielen nicht zu, sie dürfen wohl an die Börse, aber ihrer Thätigkeit sind dort durch die *agents de change* enge Grenzen gezogen, und das gefiel den Speculanten nicht. Auch an anderen Orten gibt es Winkelbörsen. So in Frankfurt die „Effectensocietät“, welche aber staatlich erlaubt ist, daher besser als Nebenbörse bezeichnet wird. Ähnlich ist in Hamburg die Abendbörse. In Brüssel gibt es ganz wie in Paris eine „Coulisse“, welche eine *petite bourse* bildet. In Scandinavien besteht wie

[1]) „Nicht genehmigte Börsen“, ist in Österreich juristisch eine *contradictio in adjecto*.

in Dänemark ein ausgedehntes „Winkelbörsenwesen“. In Petersburg besteht keine eigentliche Winkelbörse, wohl aber in Odessa im *„cercle commercial“*. Zu Madrid finden wir die Winkelbörsen als „bolsin“, ebenso an anderen spanischen Orten außer in Barcelona. In Italien gibt es eine Coulisse und eine Abendwinkelbörse, in Constantinopel ebenso. In London spielt der Winkelbörsenverkehr keine grosse Rolle trotz der Exclusivität der *„stock exchange“*. In New-York gibt es außer den officiellen Börseversammlungen *(board meetings)* auch Winkelbörsen. In Wien wird in Kaffeehäusern und auf der Straße auch heute noch ganz flott gewinkelt trotz aller Polizeiverbote. Es besteht eine „Coulisse zweiter Classe“. Nicht als Winkelbörsen bezeichne ich die sogenannten Nachbörsen, das ist der Verkehr, welcher gleichsam die Fortsetzung der „Börse“ bildet und sich im Börsegebäude abspielt. Die Course dieser Nachbörse sind natürlich für die officielle Notiz bedeutungslos. Wann hören die Bören zu bestehen auf? Unzweifelhaft steht in Österreich und in Deutschland *(ipsa legis verba!)* dem Staat das Schließungsrecht zu (§ 11 B. G.); solange diese nicht ausgesprochen ist, besteht die Börse, wenn auch keine Geschäfte mehr gemacht werden, und wenn sie auch keine Mitglieder mehr hat. In Frankreich kann es vorkommen, dass die Börse für ein Jahr geschlossen wird, dann wieder eröffnet wird, wie etwa eine Schule.

Eine wichtige Frage ist nun, was mit dem Vermögen zu geschehen hat? Da es eine öffentliche Corporation ist, hat der Staat Einfluss auf die Verfügung über das Vermögen. In Wien heißt es: dasselbe ist zu „kaufmännischen Zwecken“ zu verwenden, u. zw. hat das Finanz- und Handelsministerium nach Anhörung der Handels- und Gewerbekammer den Zweck zu bestimmen. Diese Frage ist ganz einfach. Kann sich die Börse selbst ohne staatliche Genehmigung auflösen? Bei uns nicht! Sie kann nur durch ihr statuten- und gesetzwidriges Benehmen die Auflösung herbeiführen. Was ist nun, wenn Personen eine Vereinigung bilden zu Zwecken, welche theilweise mit denen der Börse zusammenfallen, diesen Zweck aber in anderer Weise (Form) erreichen: dies ist keine Börse! Ob es eine sonst zulässige Versammlung oder Vereinigung oder eine Winkelbörse ist, ist *quaestio facti*. In Berlin besteht neben der Productenbörse

eine freie Vereinigung im Feenpalast. (Alexander-Katz, Dr. Pfleger bei Holdheim 1897.) Stricte Merkmale dafür zu geben, wann eine Zusammenkunft mehrerer Personen öffentlich-rechtlichen Charakter erlangt, ist nicht möglich. In Deutschland und Österreich ist es die Anerkennung seitens des Staates, welche die juristische Persönlichkeit ins Leben ruft. Der Markt kann früher in anderer Form bestanden haben, dies interessiert uns nicht. Es kann ein Verein daneben auch noch das Recht erhalten, Geschäfte gleich denen auf der Börse zu machen, z. B. die Frankfurter Effectensocietät, welche den Zweck hat, „geselligen Verkehr, sowie den Handel in Wertpapieren und Wechseln außer den Börsestunden zu erleichtern“: also eine officielle Winkelbörse. Die Effectensocietät ist eine juristische Person (A. h. Rescript vom 25. Februar 1878), aber keine Börse. „Börse“ und „freie Vereinigung“ können ganz gut nebeneinander bestehen, aber nicht gegeneinander.

Die Börse als juristische Person ist also vermögensfähig und besitzt gewöhnlich ein Vermögen.[1]) —

Um wieder zur Börse als Markt zurückzukehren, so sei nochmals betont, dass sie ein besonders qualificierter Markt ist. Die Qualification besteht nicht nur darin, dass weder Waren noch Geld an Ort und Stelle sind, sondern auch in der Vertheilung der Rolle eines Käufers oder Verkäufers, in den Verkehrsformen, in der Gestaltung der Ware. Es wurde schon eingangs darauf hingewiesen, dass Börsegüter fungible Güter sein müssen; ich möchte noch als weitere Merkmale hinzufügen, dass diese Güter in einer gewissen Quantität vorhanden sein und zur Befriedigung von Interessen weiter Kreise dienen sollen.

---

[1]) In Wien besitzt sie ein Vermögen, u. zw. Activa und Passiva. Die Activen bestehen aus dem Börsenfond (A. h. Entschließung vom 24. September 1860), dann aus den Erträgnissen der Börsenkarten und aus anderweitigen Posten; der Börsenfond besteht aus dem Gebäude und aus dem beweglichen Vermögen (Einrichtung etc.). Die Passiven sind das Börsenbauanlehen und dann die jeweilig offenen Schuldposten. Unter den anderweitigen Posten nehmen die Beiträge auf Grund des Gesetzes vom 11. April 1876 eine sehr wichtige Stelle ein. Dieses Gesetz geht von dem Gedanken aus, dass die Institute, deren Effecten durch den Börsenverkehr gewinnen, auch ihren Obolus zur Erhaltung der Börse beisteuern sollen, u. zw. $^1/_{10}$ oder $^1/_{20}$ per mille von dem Werte der emittierten Effecten, *in maximo* 10.000 fl. Ganz eigenartig sind die Verhältnisse der Börse und des Börsengebäudes in Frankfurt (Frankfurter Börsen-Handbuch v. Hatschek).

„Effecten" besitzen alle diese Eigenschaften (vgl. 3. Abschnitt). Naturgemäß vermehren sich die Gattungen von Effecten nur langsam. Fortschreitende creditwirtschaftliche Entwicklung schafft ab und zu eine neue Effectengattung, doch innerhalb der einzelnen Gattungen vollzieht sich eine stetige Vermehrung durch Neuschaffung von Werten. Doch ist auf dem Effectenmarkte die Zufuhr von neuen Werten nicht so essentiell wie beim Warenhändler. Dieser muss, wenn er seine Magazinsbestände verkauft hat, entweder neue Vorräthe anschaffen oder sein Geschäft sperren, dagegen würde es der Lebhaftigkeit des Verkehres erst nach erheblicher Zeit Abbruch thun, wenn gar keine neuen Werte dazu kämen. Durch Emissionen verschiedener Art kommt zeitweise frischer Stoff, während gewöhnlich der Verkehr darin besteht, dass dieselben Papiere von einer Hand in die andere gehen.

Die Rolle der Käufer und Verkäufer ist sonst strenge geschieden, nur auf den Börsen (dann bei den Banquiers und Trödlern) ist die den einzelnen jeweilig treffende Rolle nicht ein- für allemal bestimmt, sondern grundsätzlich ist der Börsemann geneigt, fallweise sowohl als Käufer wie als Verkäufer aufzutreten. — Das Vorbild dieses Geschäftsverkehrs fanden wir bis vor kurzer Zeit im Verkehr zwischen *„jobber"* und *„broker"* in London. Der *jobber* gibt dem *broker* von einem bestimmten Effecte auf dessen Frage zwei Course an — zum einen ist er bereit zu kaufen, zum anderen zu verkaufen; derselbe Mann also kauft und verkauft dasselbe Papier, bei einem Papier ist er Käufer, beim anderen Verkäufer, kurz gesagt, auf der Börse werden die Parteirollen nur fallweise geschieden.

In einem Laden, auf einem Markte wird viel Zeit und Mühe verwendet, die *species* auszusuchen, die Nebenbedingnisse festzustellen, so dass oft der Fixierung des Preises nicht die gehörige Sorgfalt gewidmet wird. All dies entfällt auf der Börse. Hier kümmert man sich nur um den Preis, denn es werden ja Typen gehandelt nach einer festen Usance in Bezug auf Quantität und Qualität. Der Börsemann A ruft: „ich gebe Credit zu 360", der Börsemann B sagt: „ich nehme" und es sind 25 Stück Creditactien zum Preise 360 verhandelt, dieselben werden zum nächsten Arrangement aufgegeben, es werden 5%

Stückzinsen gerechnet etc. — kurz, eine Vereinfachung, welche ganz außerordentlich ist.

Die sorgfältige Festsetzung des Preises ist nicht nur im Interesse der beiden Contrahenten gelegen, sondern auch für weitere Kreise wichtig, da so der **„Börsenpreis"** geschaffen wird. Unter einem Börsepreis versteht das Handelsgesetzbuch (Art. 353) denjenigen Preis, „welcher zur Zeit und an dem Orte der Erfüllung oder an dem für letzteren maßgebenden Handelsplatze nach den dafür bestehenden örtlichen Einrichtungen festgestellt ist", oder das Börsegesetz für Deutschland denjenigen Preis, „welcher der Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht". Dieser Preis ist wichtig für den Calcul des Börsemannes beim betreffenden Geschäfte, und zwar beim Abschlusse des Geschäftes wie bei der Abwicklung; der Börsepreis der Effecten ist maßgebend für Bilanzen, für Inventuren, wichtig bei Bestellungen von Cautionen, bei Transactionen mit Effecten unter Lebenden und von todeswegen, dann als Grundlage für den Verkauf beim Verzuge nach Art. 311, 343 und 357 H. G. B., kurz für viele Menschen ist der Courszettel das Barometer ihres Soll und Habens, ist er für ihr ökonomisches Sein oder Nichtsein ausschlaggebend — es ist daher sehr wohlthätig, dass dort, wo der Preis gemacht wird, auf der Börse, eben beim Geschäftsabschlusse nur der Preis eine Rolle spielt.

Die **Preisbildung** geht wie überall auch an der Börse unter dem Einflusse der Nachfrage und des Angebotes vor sich. Daneben sind von Belang: Der Stand der Valuta, der immanente Minimalwert eines Papieres (z. B. bei Geschäften über die in der Serie verlosten Papiere, welche in Frankfurt üblich sind). Auch die Höhe der Nebengebüren (Courtage, Provision, Steuern, Effectenstempel) ist wichtig. Der Ansicht, dass diese letzteren Factoren nur mittelbaren Einfluss haben, indem sie die Geschäftslust steigern, resp. lähmen, scheint man nicht beipflichten zu sollen, da der Börsemann eben diese fixen Größen selbstverständlich zu-, resp. abschlägt, daher das Product derselben stets einen Factor bei der Preisbildung abgeben wird.

Eine schier unabsehbare Reihe von Momenten ist es, welche Personen bestimmt, als Käufer und Verkäufer aufzutreten, mithin Angebot und Nachfrage hervorzurufen. Man

kann auch nicht sagen, dass Angebot und Nachfrage stets rein sich erkennen lassen. Der Markt als ganzer steht unter dem Einfluss von Angebot und Nachfrage. Es können bei einem Papier Preise vorkommen, welche entschieden Liebhaberpreise (Monopolpreise) sind, andererseits entsteht ein „Ausgebot" und mit großer Mühe gelingt es, zu einem Tiefcours ein Papier loszuschlagen („Schleuderpreise"). Nehmen wir aber die täglichen Geschäfte in viel gehandelten Papieren, so ergibt sich folgendes Bild: Es liegen Kaufordres und Verkaufordres vor, die Coulisse [1]) kauft einerseits aus Speculation, andererseits führen Mitglieder als „Agenten" Aufträge aus. — Also A frägt an: „Creditactien 360!" er bekommt sie. Ein anderer verkauft zu diesem Preise. Ein Speculant hofft auf Steigen und kauft um $360^1/_8$; es gelingt ihm, zu $360^1/_4$ zu realisieren; da kommt eine starke Verkaufsordre, welche die Preise etwas drückt und zu 360 ausgeführt wird. Nun greifen wieder Speculanten ein, und der Cours hebt sich auf $360^1/_2$, zu welchem Cours geschlossen wird. Ein so ermittelter Preis ist sicherlich ein Concurrenzpreis, welchen nicht einer, sondern viele schaffen. Rössler sagt ganz richtig: Angebot und Nachfrage sind Mittel der Speculation und Folgen derselben. In obigem Beispiel kann man sehen, wie die Speculation versuchsweise eingreift, dadurch Coursveränderungen entstehen, dann Commissionsordres ausgeführt werden, und von der hiedurch erzeugten Coursbewegung werden wieder Speculationen angeregt. Schwankungen wie die oben ausgeführten finden an einem flauen Börsentage statt. Ganz anders, u. zw. gewöhnlich mit scharf ausgesprochener Tendenz entwickelt sich das Bild, wenn günstige Nachrichten (über neue finanzielle Transactionen, Dividendenschätzungen) durch die Luft schwirren oder die Lage eines Unternehmens sich verschlechtert haben soll (Defraudationen aufkommen). Da gehen die Course sprunghaft in die Höhe oder fallen rapid. Z. B. bei Beginn der Börse verbreitet sich das Gerücht, die

[1]) Unter „Coulisse" versteht man jene Börsenleute, welche finanziell schwächer sind (u. zw. Proprehändler und Commissionäre), im Gegensatz zum „Schranken", an welchem die großen Firmen, namentlich die Banken, ihren Platz haben. Unter „Coulissiers" versteht man nur die Proprehändler in der Coulisse, die Berufsspeculanten, Berufsbörsenleute, welche, da sie in der Vorhand sind, leichter Gewinn machen können.

Dividende der x-Bank werde 11 fl. statt 10 fl. betragen; die Actien steigen von 205 rasch auf 210; da treten Leute, welche vor einigen Tagen zu 200 fl. gekauft haben, auf, um nun mit 10 fl. Gewinn zu realisieren, dadurch kann leicht ein Weichen des Courses statthaben, zumal wenn infolge solcher Verkaufsordres reichlicheres Angebot herrscht, so dass das Papier vielleicht mit 208 schließt.

Gewisse Nachrichten bringen eine *hausse* bei sämmtlichen Effecten hervor; manchmal entwickelt sich nur in einzelnen Werten: Bauwerten, Transportpapieren, ein lebhaftes Geschäft mit steigenden Coursen. Mitunter wird an einem Tage mit flauer Tendenz ein Papier mächtig in die Höhe getrieben, und umgekehrt fällt an einem festen Börsentage ein Effect rapid. Man muss eben unterscheiden zwischen Factoren, welche die Marktlage als solche beeinflussen, und solchen, welche nur für einzelne Effecten Geltung haben; eine Grenze lässt sich freilich nicht angeben. Im allgemeinen wirken gute Ernteberichte, eine gute Handelsbilanz, Abschlüsse günstiger Zoll- und Handelsbündnisse, friedenverheißende Reden der maßgebenden Factoren auf die Börsenlage allgemein günstig. Insolvenzen von Börseleuten mit executiven Käufen und Verkäufen drücken die Preise stark. Ein guter Bahnbetriebsausweis, ein neu entriertes Geschäft einer Bank, eine Bilanzpublication wirken auf das betreffende Papier ein, Nachrichten von neuen Bauten, Anschaffung von Bahnbetriebsmitteln auf die Bauwerte, resp. auf die Course der Locomotiv- und Waggonfabriks-Actien. Diese Wirkungen sind beinahe automatische; wenn ich im Morgenblatte eine solche Notiz lese, dann ist die *hausse* oder *baisse* für mich etwas Selbstverständliches und werde ich nur selten darin getäuscht.

Von ganz eminenter Wichtigkeit sind die Geld- und Zinsfußverhältnisse: flüssiger Geldstand und niedriger Zinsfuß kommen meistens zusammen vor, aber keineswegs immer, z. B. kann schon wieder der Geldstand recht flüssig sein und der officielle Zinsfuß hoch und umgekehrt das Geld knapp sein, indem die Bank bei niedrigem Zinsfuß Wechsel zurückweist. Wenn viel Geld vorhanden ist, werden zum Theil Anlagekäufe, zum Theil speculative Käufe vorgenommen. Wird nun das Geld knapp, dann braucht der Geschäftsmann sein Geld im

Warengeschäfte, es werden weniger Geschäfte gemacht und es wird weniger leicht Geld dargeliehen und namentlich beim börsemäßigen Creditgeschäft κατ' ἐξοχήν, dem Reportgeschäfte. zeigt sich zuerst, ob Geld vorhanden ist oder nicht. Wird nicht oder sehr theuer reportiert, muss manche Operation vorzeitig verlustreich abgewickelt werden, Realisierungen, welche Preisdepressionen zur Folge haben; es entstehen Insolvenzen. Die capitalschwachen Elemente wagen es gar nicht, Operationen zu beginnen; es entsteht eine allgemeine Stagnation.

Gleich eingangs wurde auch die Wichtigkeit des Valutenstandes betont: man denke an die Devisenoperationen, an die Geschäfte der Arbitrageure, an die der internationalen Speculanten!

An der Börse wie anderwärts spielen auch viele persönliche Momente eine große Rolle; vorgefasste Meinungen, Optimismus und Pessimismus, ruhige Überlegung und blindes Speculieren, Hoffen, Wagen und Verzweifeln, das Jagen nach dem Glücke, kurz eine Reihe psychologischer Momente wirken auf den einzelnen ein, und wiederum ist es psychologischen Einflüssen zuzuschreiben, wenn das Vorgehen eines oft auf viele Einfluss übt. All diese Momente wirken bei der Bildung der Course der sogenannten Speculationspapiere mit.

Etwas anders gestaltet sich die Preisbildung bei den sogenannten „schweren" Werten und bei Papieren, die wenig gehandelt werden[1]): behufs Erbtheilung, Mitgiftbestellung oder aus Geldbedürfnis werden Papiere, welche eine Person oder eine Familie ein Menschenalter und länger besessen haben, verkauft. Da kann es leicht vorkommen, dass der letztnotierte (nominelle) Cours lange nicht erreicht wird. Doch besteht oft ein wirksames Gegengewicht darin, dass es Leute gibt, die möglichst viele Stücke des betreffenden Papieres erwerben wollen, zum Zwecke der Majorisierung der Generalversammlung, oder weil sie dem Papier auf Grund genauer Schätzungen oder positiver Kenntnisse eine ganz ungeahnte Zukunft versprechen: es kann bei solchen Leuten das Streben, die Papiere zu erwerben, so stark sein, dass sie auf die Suche gehen und sehr hohe Preise bieten, um die Besitzer zur Herausgabe zu

---

[1]) Nordbahnactien und ähnliche, Actien von Versicherungsgesellschaften.

reizen. In den letztgenannten Fällen handelt es sich um Nothverkäufe, um Anlagegeschäfte oder um große, weitangelegte Speculationen, während in den früher ausgeführten Geschäften in Speculationspapieren es sich um Käufer handelt, die schon an den Verkauf denken, und um Verkäufer, die wieder kaufen wollen.

Nicht unerwähnt darf der große Einfluss bleiben, den die Presse ausüben kann und ausübt — so segensreich und unentbehrlich eine wohlinformierte, sachliche Börseberichterstattung ist, so gefährlich ist eine schlecht informierte, tendenziöse. — (Vgl. Lotmar, Der unmoralische Vertrag, pag. 71; D. B. E. P., pag. 1864—1869; § 76 D. B. G. mit strenger Strafsanction.)

Manchmal werden die Preise direct künstlich gebildet, indem z. B. Garantieconsortien die Actien einer bestimmten Gesellschaft, die einer stürmischen *baisse* verfallen, zu einem fixierten Course durch Agenten aufkaufen („Interventionskäufe“), dadurch ein zu tiefes Sinken verhindern, und wenn es so geschickt eingefädelt ist, dass niemand den Zusammenhang merkt, kaufen dann auch noch dritte, und es wird der Preis auf einer gewissen Höhe erhalten. Dies ist aber nur bei einer acuten Krise, nicht bei wirklich morschen Gesellschaften möglich. Schlimmer ist es, wenn die betreffende Gesellschaft ihre eigenen Actien ankauft, was in Deutschland (Art. 215[d] H. G.) beschränkt, bei uns und anderwärts gestattet ist. Bei großen Krisen hat dies verhängnisvoll gewirkt (Neuwirth).

Wenn man die Börsenberichte liest, findet man den Ausdruck „ernste Käufe“ oder „Abgaben erster Häuser“; diese „ernsten“ Käufe stehen keineswegs im Gegensatze zu „Spielgeschäften“, sondern dies bezeichnet Käufe, welche für Rechnung seriöser Capitalisten geschehen, im Gegensatz zu dem Geschäfte eines Privatmannes von mäßiger Wohlhabenheit, dem es gefällt, einmal einen Börseauftrag zu geben; die Abgaben erster Häuser werden entweder dahin gedeutet, dass diese (resp. die Finanzinstitute) die Anlage in diesem Papier für nicht mehr günstig halten, oder aber den Coursstand für einen solchen halten, bei dem vortheilhaft realisiert werden kann, da ein weiteres Steigen in Bälde ausgeschlossen erscheint. Solche Abgaben verdienen große Beachtung, denn die Betheiligung der großen Sparer und deren Transactionen ist es denn doch schließlich,

welche darin zum Ausdruck kommt und nur diese bringen Geld auf den Markt und entlasten denselben von Effecten. Sehr richtig sagte der Frankfurter Banquier Sulzbach in der B. E.: „Wenn das Publicum nicht mitgeht, ist die Börse Null." Die Speculanten allein können die Börse nicht halten. Wenn man den ganzen Preisbildungsprocess mit einer Abstimmung vergleichen wollte, so würde jedem Abschluss eine Stimme zufallen; aber die Stimmen würden nicht nur gezählt, sondern auch gewogen werden: daher den „ernsten Käufen" und „Abgaben erster Häuser" eine erhöhte Bedeutung zufällt. In den Börsenberichten kann man lesen „Steigen auf Käufe der Creditanstalt", d. h. die Creditanstalt kauft für ihre vornehme, potente Clientel; denn wenn die Creditanstalt als Proprekäuferin auftreten will, kauft sie durch Coulissenhäuser (Agenten), so dass es nur schwer bemerkt wird.

Bei den Geschäften über Staatspapiere entfällt, wenigstens in Deutschland und Österreich, die Mitwirkung der Speculation. In Frankreich wird heute noch in Renten speculiert; bei der Preisbildung der Staatspapiere[1]) üben hauptsächlich politische Momente, Zinsfußverhältnisse etc. Einfluss aus. Hier ist aber eine Schwankung um 10 Pfennig schon bedeutsam, und wir sehen sehr häufig trotz des Mangels des rein speculativen Umsatzes starke Schwankungen, welche durch gar nichts gemildert werden. —

Die Preise müssen natürlich „fixiert", d. h. constatiert und veröffentlicht werden; dazu hat man bei uns die Handelsmäkler, in Deutschland die „Kursmakler"; das sind solche „örtliche Einrichtungen" des Art. 353. Maßgebend sind im allgemeinen nur diejenigen Geschäfte, welche von den Handelsmäklern geschlossen wurden, die anderen können nur ausnahmsweise berücksichtigt werden, wirken aber stets indirect mit. Dass ein so ermittelter Preis nicht immer mit der Marktlage stimmt, liegt auf der Hand, denn nicht nur Speculationsgeschäfte, sondern auch Anlagegeschäfte können so ganz ohne Wirkung bleiben, daher dann auch obligatorische Theilnahme der Mäkler bei allen an der Börse geschlossenen Geschäften das beste Mittel wäre, genügend Material zur Erfassung der

---

[1]) Noch immer höchst belehrend: Nebenius.

Preise zu bieten.[1]) In Hamburg und in Amerika bestehen solche Einrichtungen; jeder Schluss wird registriert. In England übte früher der *broker* das Recht des Selbsteintrittes nicht aus, dadurch wurden viel mehr Geschäfte abgeschlossen, welche auf die Preisbildung Einfluss haben; außerdem ist der *broker* Commissionär und Mäkler, sieht also viel mehr, so dass sein Votum wirklich auf reiche Erfahrung gestützt ist. —

Was die Notiz anlangt, so unterscheidet man 2 Course: „Geld" und „Ware". — Der Geldcours bedeutet den Preis, den ich für ein Wertpapier beim Verkauf erhalte, der Warencours den Preis, welchen ich zahlen muss, um das Wertpapier zu erwerben.

Der Geldcours ist niedriger als der „Warencours" — die Differenz nennt man technisch „Marge" — dieselbe ist oft sehr bedeutend; bei lebhaft gehandelten Papieren und namentlich wenn „Angebot" und „Nachfrage" ziemlich gleich stark sind, verringert sich dieselbe wesentlich. Der Unterschied ist entschieden befremdlich, umsomehr da bei Effecten beide Käufer oder Verkäufer sein können. Der Zuckerbäcker verkauft mir eine Torte, nicht ich ihm eine, dagegen verkaufe ich jetzt Creditactien und in zehn Minuten kaufe ich vielleicht wieder! Wenn die Unterscheidung gut dem Marktverkehr abgelauscht wird, dann heisst Geldcours derjenige Cours, zu welchem unbedingt ein Effect anzubringen war, Warencours ein Cours, welcher, da keine Käufer, sondern nur Verkäufer auftraten, vergebens gefordert wurde. In Wien wird der „Geld-" und „Warencours" willkürlich nach dem Schlusscours gespannt, und zwar gewöhnlich so, dass die beiden Course gleichweit vom Schlusscours abstehen. Eine innere Berechtigung wohnt der Unterscheidung nur inne, wenn man daraus entnehmen kann, wie viel vom Suchenden geboten, vom Anbietenden verlangt wurde; andere Course sollen uns darüber belehren, wer in diesem Kampfe nachgegeben hat; dass unsere Methode also nicht ganz einwandfrei ist, wird jeder erkennen. In Deutschland spricht man von „Brief" und „Geld".

In unserem Courszettel figuriert ein „höchster", „niedrigster", „Geld-", „Waren-" und „Schlusscours". Die ersteren Aus-

---

[1]) Es ist das Aufeinanderwirken einer beträchtlichen Nachfrage und eines beträchtlichen Angebotes nöthig.

drücke bedürfen keiner Erklärung; es ist für das Commissionsgeschäft recht vortheilhaft, dass die „höchsten“ und „niedrigsten“ Course notiert werden, es liegt darin ein Schutz des Committenten und des Commissionärs. Wenn A dem Commissionär die Ordre aufgibt, 25 Stück Creditactien zu kaufen nicht über 360, und an dem betreffenden Tage die Schlusscourse 356—358 sind, so kann es ganz gut sein, dass der Commissionär um 359 gekauft hat, und wenn der höchste Cours 359 ist, ist der Commissionär gedeckt; wenn aber der höchste Cours 358·50 wäre und der Commissionär schreibt, er habe um 359 gekauft, so kann sich, obwohl innerhalb des Limitos (bis 360) gekauft wurde, der Committent wehren; und ebenso ist es umgekehrt beim Verkaufe.

Gegen Schluss der Mittagsbörse versammeln sich in Wien die Sensale im „Korb“, in der „Corbeille“, um eventuell noch bis dahin unausgeführte Aufträge auszuführen, und nachher ist Schluss der Börse, und die zuletzt ermittelten Course nennt man „Schlusscourse“. Diese sind sehr wichtig, weil viele Aufträge lauten „zum Schlusscourse“ und weil diese Schlusscourse in die Courszettel kommen, und so die Grundlage der meisten Geschäfte von Bilanzen, Inventuren etc. werden. [1])

Ganz anders ist es in Berlin und an manchen deutschen Börsen. Dort gibt es für Cassawerte einen sogenannten Einheitscours; derselbe wird (nach den diesbezüglichen Ausführungen in der deutschen Börsenenquête sind wir darüber recht gut orientiert) folgendermaßen ermittelt: Es liegen Kaufordres vor: zu 110, $110^1/_8$ (2 Schlüsse), $110^1/_4$, $110^1/_2$, $110^5/_8$, 111 (3 Schlüsse), $111^1/_4$ (2 Schlüsse) und 2 Schlüsse „bestmöglichst“. Verkaufordres liegen vor: 2 Schlüsse 111, 1 Schluss $111^1/_2$, 2 bestmöglichst; zu welchem Course würden die meisten Geschäfte befriedigt? Mit 111; denn wer $111^1/_4$ geben will, ist sehr froh, nur 111 zahlen zu müssen, die Ordres „bestmöglichst“ sind stets zu effectuieren; mithin wären beim Course „111“ für 7 Schlüsse Kaufaufträge, dagegen sind nur 4 Schlüsse Verkaufaufträge ausführbar; es werden daher nicht alle Kaufaufträge innerhalb des Einheitscourses ausführbar, sondern nur 4, welche, das hängt von verschiedenen Umständen ab. In un-

[1]) Die Bestimmung, dass es unzulässig sei, den Sensalen Aufträge mit dem Beisatze zu ertheilen, dass dieselben nur in der Corbeille auszuführen sind (Kundm. d. Börsekammer vom 16. Juli 1880), ist obsolet.

serem Falle ist starke Nachfrage: es ist daher möglich, dass die „Tafel“ ausgehängt wird, welche anzeigt, dass die Nachfrage stark ist, es kommen dann vielleicht noch Anbote zu 111 und es können mehr Suchende befriedigt werden. Dieser Cours ist der sogenannte Einheitscours, welcher für das große Publicum sehr wichtig ist; es kann auch vorkommen, dass es zu keinem Einheitscours, also zu keinem Geschäft kommt, wenn nicht Aufträge „bestmöglichst“ vorliegen. Bei den Termingeschäften wird ein erster Cours notiert, dann einige Zwischencourse, und schliesslich ein letzter Cours: z. B. 364, 363·75, 364, 364·25 364.50. In der deutschen Börsenenquête ist viel über den Wert dieser Preisfeststellung debattiert worden, und im § 35 des deutschen Börsegesetzes ist denn auch dem Bundesrathe ziemlich freie Hand gelassen, Anordnungen über die Coursermittlungsarten zu treffen. Beim Einheitscours ist vor allem sicher, dass eine Reihe von Geschäften, welche sonst geschlossen werden, nicht zum Abschluss kommen, weil die Parteien eigentlich vergewaltigt werden, weswegen vorgeschlagen wurde, dass es dem Committenten freistehe, zu bestimmen, ob er das Geschäft nach dem Einheitscours oder nach dem auf Grund eines Einzelgeschäftes sich ergebenden Preise geschlossen haben will. Jedenfalls geht auch für die Börsebesucher das volle Bild der Börse verloren, obwohl dies der Commissionsbericht des Börsegesetzes leugnet. (Apt.) Es wäre viel richtiger, aus allen gemachten Geschäften einen einzigen Preis zu bilden, welcher dann für die außenstehenden bindend wäre (der höchste und niedrigste Preis wären hiebei eventuell nicht zu berücksichtigen).

Es soll hier nur darauf hingewiesen werden, dass beim Einheitscours eigentlich ein Preis „gemacht“ wird, dessen Richtigkeit fraglich ist, nicht aber ein vorhandener „constatiert“ wird.

Mit Recht wird wohl auch getadelt, dass zu oft nominelle Course notiert werden. Striche werden in unserem Courszettel nur selten gemacht; es kann vorkommen, dass ich bei einem Papier, welches gestern 200—203 notierte, sage „ich nehme zu 190“ und es wird 190 notiert, obwohl kein Anbot erfolgte, kein Geschäft zustande kommt, und wenn am selben Tage jemand seinen Besitz in Actien rasch veräußern muss, erhält er beim Banquier nur 190, obwohl dies sicher kein „Marktpreis“ ist.

Es wäre vielleicht zweckmäßig, nur bei stattgehabten Abschlüssen Course zu notieren und an anderen Tagen nicht schlechtweg die Course des letzten Tages einzusetzen, sondern, wenn ohne dass es zu einem Abschluss gekommen ist, nur Angebote oder Nachfragen erfolgen, je nachdem sich diese über oder unter dem letztnotierten Course bewegen, ein + oder — Zeichen der letzten Notiz beizufügen; dann könnte der Commissionär einen oder zwei Gulden mehr oder weniger geben und der Schaden wäre kein sehr großer. Dem Vorschlage, die Papiere, in denen regelmäßiger Verkehr stattfindet, sollen täglich, die Papiere, in denen nur ab und zu größere Umsätze stattfinden, zweimal wöchentlich notiert werden, wohnt wohl eine zu große Beschränkung des Verkehrs inne.

Bemerkenswert ist, dass an manchen Börsen die Papiere nacheinander aufgerufen werden *(calling stocks)* und beim Aufrufe die Geschäfte gemacht werden (so z. B. in Glasgow und in Dresden, das reine Auctionsverfahren [1]).

In Berlin findet die Coursfeststellung unmittelbar nach zwei Uhr durch die Maklerkammer unter Mitwirkung des Börsevorstandes statt.

Damit die amtlich festgestellten Course ein richtiges Bild von dem stattgehabten Effectenhandel bieten, solle sowohl der Betrag der zustande gekommenen Geschäfte, wie auch der Umfang von Angebot und Nachfrage veröffentlicht werden (vgl. D. B. E., Antrag v. Huene). Aus unseren Courszetteln ergibt sich leider kein Bild von der Menge der Papiere, welche gehandelt wird. Im New-Yorker Kabeltelegramm steht z. B. „Umsatz 600.000 Stück“.

---

[1]) Nach deutschen Börsenordnungen, z. B. von Frankfurt, gestaltet sich die Notierung so, dass von der Maklerkammer (cf. später) die Course um $1^1/_4$ Uhr notiert werden, und zwar für Cassawerte gewöhnlich nur ein Cours, für Terminwerte mehrere Course. (Früher gab es in Frankfurt bei Cassageschäften einen durch Aufrufen ermittelten „Mittelcours“.) Wenn alle Aufträge erledigt werden, so wird „b“, „bez“ [bezahlt] dem Course beigesetzt. Bleiben Käufer unbefriedigt, wird „u. G.“ beigesetzt, dagegen „u. B.“, wenn noch Verkäufer unbefriedigt bleiben [und Geld, und Brief]; bei unbedeutenden Abschlüssen heißt es: „etw. b. u. B.“ oder „etw. b. u. G.“; wenn Käufer niedrig bieten (170) und Verkäufer viel verlangen (175), so wird „170 G“ notiert, d. h. jeder Betrag ist anbringlich; wenn nur Käufer bieten, so wird im obigen Beispiel „170 G.“ notiert; wenn nur Verkäufer, „175 B.“; wenn gar keine Bewegung ist, ist ein Strich einzusetzen (§ 9 der Frankfurter Börseordnung).

Wichtig ist noch die Frage, wie werden die Preise notiert — per Stück oder percentuell? Bei den Staatspapieren (Renten), welche gewöhnlich auf 100, 1000 etc. lauten, ist die percentuelle Notierung ziemlich allgemein üblich; dagegen bei Actien variieren die Notierungen; bei uns in Wien wird per Stück notiert, anderwärts nach Percenten, z. B. eine Creditactie ist 160 nominal, wieviel Percent steht sie beim Course 360? 225%. Im Berliner Courszettel steht einfach: 225, für den Österreicher im ersten Momente verwirrrend. Wesentlich verschieden ist auch die Stückzinsenberechnung, resp. die Manipulation mit dem Coupon (Siegfried): in Frankreich, England und New-York werden keine Stückzinsen gerechnet, daher auch der Cours ganz anders ist.

Die amtlichen Preislisten sind öffentliche Urkunden, sie genießen alle Privilegien des §292 der ö. C. P. O. Unsere Courszettel lassen erkennen, wieviel Percent Zinsen ein Papier trägt, resp. wie hoch die letzte Dividende war, ob die Rentensteuer abgezogen wird, ob eine Actie ganz oder zu einem gewissen Percentsatz eingezahlt ist.

An den deutschen Börsen sind die Courszettel entschieden vollkommener als bei uns, obwohl unsere österreichischen keineswegs schlecht sind! Bei uns sind in einem Annexe die Sätze für Stellagen und an den Liquidationstagen der Liquidationscours nebst dem Betrage der laufenden Zinsen verzeichnet. Der Liquidationscours wird von der Börsenkammer festgesetzt und ist außerordentlich wichtig: Das ist derjenige Cours, zu welchem am Liquidationstage die Auf- resp. Abrechnungen stattfinden. Der Liquidationscours ist auch die Basis für die Prolongationsgeschäfte; er ist kein wahrer Cours, d. h. nicht der Ausdruck vorgefallener Geschäfte, sondern nur ein Rechencours zur Erleichterung der Aufrechnung; ideal soll der Liquidationscours wohl der Preis sein, welcher dem Durchschnittscourse all derjenigen Geschäfte entspricht, welche auf den betreffenden Tag geschlossen sind; was nicht aufgehoben werden kann, wird als „Differenz“ gezahlt. Man kann den Liquidationscours auch Compensationscours nennen.[1])

[1]) Wenn für ein Effect kein Liquidationscours festgesetzt wurde, so gilt als solcher der Durchschnittscours zwischen dem im amtlichen Coursblatte notierten Geld- und Warencourse.

Es darf nur einen amtlichen Courszettel geben, dieser wird z. B. in Wien vom Gremium der Handelsmäkler herausgegeben; daneben gibt es noch private Courszettel über Werte, welche an der Börse nicht notiert werden und über sogenannte exotische Werte. Den Preis, welchen diese privaten Courszettel verzeichnen, kann man auch nur einen Marktpreis, keinen Börsenpreis nennen; bei uns ist diese Differenz nicht so wichtig, wohl aber in Deutschland, wo das Selbsteintrittsrecht voraussetzt, dass für diese Wertpapiere ein Preis amtlich notiert werde; dort ist die officielle Notiz noch viel wichtiger als bei uns und wird die unbefugte Ausgabe von Preislisten (Courszettel), namentlich von mechanisch hergestellten Vervielfältigungen, daselbst mit strenger Strafe (Geldstrafe bis zu 1000 Mark, Haft oder Gefängnis bis 6 Monate) belegt. Doch steht es den Börsenordnungen frei, gewisse Ausnahmen zuzulassen.

Gibt es einen Gegenbeweis hinsichtlich der Richtigkeit der notierten Course? Art. 353 erwähnt diese Möglichkeit „bei nachgewiesener Unrichtigkeit der Feststellung des Preises". Das deutsche Börsegesetz lässt aus § 29, Al. 3 *arg. e contrario* den Schluss zu, dass, wenn die maßgebenden Factoren sich über „die wirkliche Geschäftslage des Verkehrs" an der Börse täuschen ließen oder getäuscht wurden, der notierte Börsenpreis nicht beweisend ist, denn dann entspricht er nicht der wirklichen Geschäftslage; natürlich dürfen die Geschäfte keine Scheingeschäfte sein; § 29 der Börsenordnung für Berlin sagt: nur die wirklich gezahlten Preise dürfen notiert werden. Die Notierung eines auf bloßer Schätzung beruhenden Preises ist unzulässig. Ein wirklich bezahlter Preis muss unter allen Umständen notiert werden. Die Kursmakler müssen zu diesem Behufe dem Börsenvorstande Einsicht in ihre Bücher gestatten. Nichtsdestoweniger kann es vorkommen, dass ein anderer erheblich abweichender Preis der wahre Marktpreis ist, oder der Verkehr ein so geringer war, dass es zu keiner Marktpreisbildung kommen konnte. (Vgl. Staub, pag. 916 und § 292 ö. C. P. O.: „Beweis der Unrichtigkeit des bezeugten Vorganges, oder der bezeugten Thatsache oder der unrichtigen Beurkundung ist zulässig.") Also die Kraft des Courszettels ist nicht so groß, dass er processual unbedingt Beweis macht.

In Hamburg sind alle Mitglieder, welche dem Firmenregister der Hamburger Fondsbörse angehören, berechtigt, ihre Geschäfte mittels Anmeldezettel bei dem Börsevorstand, resp. einer Commission desselben anzumelden („Briefkastenverfahren“), dabei muss es sich um einen Minimalumsatz handeln, widrigenfalls der Cours nicht berücksichtigt oder nur mit dem Zusatz „kl“ (Kleinigkeit) aufgenommen wird. (Détails, Hamburger Börseordnung §§ 33—43.[1]) Diese Courszettel werden dann auch mehr oder minder vollständig in den einzelnen Tagesblättern abgedruckt. Die grossen Blätter und die Special-Börseblätter lassen auch die Situation in einzelnen Momenten genau erkennen und liefern eine Art Commentar dazu.

Die Banquiers verlangen gewöhnlich einen Preis, welcher dem officiellen Schlusscourse der nächsten Börse gleich ist oder doch nahe kommt. Es ist ausgeschlossen, dass ein Banquier in Czernowitz oder in Innsbruck mir beim Wiener Course: „Creditactien 360“ — 370 fl. per Stück abnimmt. Die nächstgelegene Börse und namentlich die Börse der Residenzstadt dictiert diesen Banquiers nahezu die Preise.[2]) Es gibt keine billigen und keine theueren Effecten in dem Sinne, wie ein Anzug bei gleicher Güte bei einem Schneider 50, beim anderen 70 fl. kostet. Es kann sich bei Effecten immer nur um relativ kleine Differenzen handeln: 50 kr., 1 fl., Differenzen, welche theilweise daher rühren, dass der betreffende Banquier die Effecten s. z. billig gekauft hat (ich denke hier nur an den Proprehandel), oder aber sich nicht streng an den Courszettel hält, eventuell auf den Kundenfang ausgehend, anfänglich mit einem Kunden ohne Gewinn arbeitet. Beim Goldrentencours „120—121“ würde ich Verkäufe um 121·15, Käufe um 119·85 für „unfair“ halten, Geschäfte, welche zu noch weiter von dem Börsencourse abweichenden Coursen gemacht würden, direct als betrügerische auffassen.

---

[1]) In New-York wird jedes einzelne Geschäft auf einer Liste verzeichnet *(quotations-book)*, ebenso in Liverpool bei der *provision-association*. Ähnlich bei den durch befugte Agenten geschlossenen Geschäften in Ungarn.

[2]) Es ist wohl im Geiste des Art. 353: „ . . . der laufende Preis, welcher zur Zeit und an dem Orte der Erfüllung oder an dem für letzteren maßgebenden Handelsplatze . . . .“ wenn man sagt, bei einem jeden Effectenkauf wird ein Börsecours als Kaufpreis intendiert, und wenn keine Börse an dem Orte ist, der Cours der oder einer der nächstgelegenen Börsen.

In gewissem Grade muss man es den Banquiers an Orten, an welchen keine Börse ist, zu Gute halten, wenn sie sich nicht genau an die Börsecourse halten, denn sie können nicht so wie ihre Berufsgenossen am Börseorte alle Phasen der Börsebewegung betrachten, den Markt nicht so beobachten, sind daher den Gefahren plötzlicher Schwankungen viel mehr ausgesetzt als diese, können die günstigen Course oft nicht so intensiv ausnützen, müssen also einen gewissen Ersatz und einen gewissen Rückhalt in einem erhöhten Course suchen. Telephon und Telegraph gleicht wohl manches aus, aber das directe, persönliche Eingreifen ist unersetzlich. Der Vortheil der Börse besteht ja mit darin, dass die Parteien in persönlichen Verkehr treten können. Bei uns liegt noch eine Erschwerung für die Handelsleute außerhalb des Börseortes darin, dass die Mäkler weder briefliche noch telegraphische Aufträge von Personen, die sich außerhalb des Ortes, für welchen sie bestellt sind, befinden, übernehmen dürfen (Art. 69, 6).

Diese Banquiers müssen daher entweder Agenten oder Commissionäre an den Börseplätzen haben, was aber das Missliche hat, dass groß angelegte Speculationen leicht vorzeitig verrathen werden, weshalb die Provinzialbanquiers sehr oft Metàgeschäfte eingehen.

Diese Umstände haben namentlich die Banquiers in Süddeutschland schwer empfunden, indem sie alle von Frankfurt abhängig waren, und in neuerer Zeit sind die Frankfurter Banquiers und die Frankfurter Börse in Abhängigkeit von den Berliner Banquiers und der Berliner Börse gerathen. Die einen ziehen dann auch ganz oder mit Filialen nach Berlin oder errichten dort eine Commandite („die deutschen Banquiers gravitieren nach Berlin“), andere bleiben im Lande und nähren sich trefflich beim Wechselstubengeschäft, bei Finanzierung von Unternehmungen, als Banquiers der Provinzial-Industrie und des Provinzial-Großhandels und haben dem eigentlichen Speculationsverkehr ganz entsagt, und sind daher vermöge ihrer Thätigkeit gar nicht mehr von allen Pulsschlägen der Börse so berührt, wie etwa ein Bankhaus in Berlin. —

Man sieht also, dass die Macht des Courszettels, mithin des Börsenpreises eine große ist. Man kann sagen, dass die Course der Wiener Börse entscheidend sind für alle finanziellen

Transactionen von circa 25 Millionen Menschen, also beinahe im ganzen Reiche. Die der Londoner Börse sind für die ganze Welt wichtig. —

Man ist heute im allgemeinen davon abgekommen, Preise staatlich zu regeln; nur bei einzelnen Verkehrsgebieten sind es socialpolitische, hygienische und polizeiliche Rücksichten, die noch solche Eingriffe erheischen, z. B. bei Apotheken, Wagen, Eisenbahnen u. s. w. — und solche Erwägungen wirtschaftlich-politischer Natur mögen es denn auch sein, die eine staatliche Mitwirkung bei der Regelung der Preise der Börsewerte ersprießlich erscheinen ließ; so hat der Staat die Sensale privilegiert, entsendet einen Commissär an die Börse, hat der Börsekammer einschneidende Befugnisse ertheilt, hat den Courszetteln Privilegien materiell- und processrechtlichen Inhaltes verliehen; mehr konnte nicht geschehen, denn dass etwa von der Regierung täglich oder wöchentlich die Preise der Effecten dictiert werden und dies dann maßgebend wäre, ist absurd. Der Staat musste sich beschränken, einen Rahmen zu schaffen, innerhalb dessen die Börseinteressenten frei walten können und anderseits Maßnahmen zu treffen, dass diese Freiheit nicht missbraucht werde.

Die Notiz im Courszettel wirkt also ähnlich einer alten Fleischtaxe oder Brottaxe; sie ist für alle verbindlich, welche an dem betreffenden Tage einen Effectencours berücksichtigen müssen, wobei aber das Paradoxe ist, dass die Preismacher, die Leute auf dem Centralmarkt, oft zu anderen Preisen als den notierten operierten, was zum Theil beim sogenannten „Einheitscours“ vermieden wird, indem hier sämmtliche Angebote und Aufträge den Coursmäklern vorliegen und sie dann einen Cours bestimmen, zu dem die meisten Geschäfte erledigt werden können. Bei uns in Wien und an den meisten Börsen können Geschäfte zu ganz verschiedenen Preisen geschlossen werden, wenn sich nur 2 Contrahenten finden, was in Berlin bei den Cassageschäften schwer möglich ist, so dass hier der Cours auch die Börseleute bindet. —

Wir sahen und werden es noch genauer sehen, dass bei sehr vielen, u. zw. gerade bei den wichtigsten Papieren, die Preisbildung durch möglichst viele in engem Anschlusse befindliche Käufe und Verkäufe geschieht. Die Subjecte dieser

Geschäfte sind die Coulissiers. Die Coulissiers üben eine eminent wichtige volkswirtschaftliche Function aus, für welche sie ein ganz berechtigtes Äquivalent erhalten in dem ihnen zufließenden Gewinne. Dieser Gewinn ist ein echtes *lucrum ex negotiatione*, wohlverdient durch das Risico, das die Leute auf sich nehmen, indem sie kaufen und verkaufen; denn das thun sie, von einem „Differenzspielen“ ist auf der Börse keine Rede. Und wenn sich jemand mit seiner ganzen Persönlichkeit einer bestimmten Aufgabe hingibt, so ist dies ein Beruf oder hier ein Erwerb (im Sinne Steinbach's), und es ist mir unfassbar, dass der jüngstverblichene Knies dies leugnete; „es kann den Börseleuten ein Anrecht auf die sociale Achtung jedes Erwerbes durch persönliche Bemühung zu Gunsten anderer oder des ganzen nicht zugestanden werden, ohne dass man deshalb das eifrige Sinnen und Rechnen, den Preis des Wagens und Verzagens in dem sich „abarbeitenden“ Menschen in Abrede zu stellen braucht“ — dies seine Worte!

Ich kann darin, dass jemand kauft, um im nächsten Moment gewinnreich zu verkaufen, nichts Arges finden; dies ist doch die Grundlage eines jeden Handelsverkehrs. Jemand kauft billig, um mit größtmöglichem Gewinn weiter zu verkaufen. Dieses Streben wird erst verächtlich und gemeingefährlich, wenn der Kaufmann sich über die Schranken der Redlichkeit und Rechtlichkeit hinwegsetzt, *contra bonos mores* handelt; das kann auf der Börse vorkommen und kommt auch oft vor, doch dürfen wir deswegen einen Stand nicht verwerfen, weil er in seiner Mitte auch Elemente hat, die mit ihrem Gebaren sich mit den elementarsten Begriffen von Sitte und Rechtlichkeit in Widerspruch setzen. Dass diese Leute oft nicht die Fähigkeit haben, Preise zu bilden, weil sie vermöge des geistigen Niveaus, auf dem sie sich befinden, überhaupt ganz unverwendbar sind, muss auch zugegeben werden, doch ist dagegen Abhilfe zu schaffen, was jedoch eine andere Sache ist.

Es muss constatiert werden, dass der Börsemann, welcher durch seine Käufe und Verkäufe die Bildung der Preise beeinflusst, auch in diesem Thun sein Brot findet; und schon der letzte Moment sollte den Nationalökonomen froh stimmen, denn es ist ja schließlich das letzte Streben aller Wirtschaftspolitik, jeder nützlichen Persönlichkeit einen ent-

sprechenden berechtigten Antheil an den Lebensgütern zukommen zu lassen, und man soll daher jeden Erwerbszweig, der seinen Mann redlich nährt, achten und schützen. Nun wird man einwenden, dieser Erwerb ist kein redlicher, der Gewinn, welcher da gemacht wird, geht auf Kosten anderer, ja der Gesammtheit. Man nennt die Börseleute oft Ausbeuter, Diebe und ähnliches. Doch, wer wird denn bestohlen, wer ausgebeutet? Die Börseleute sind doch an Schlauheit einander ziemlich gleichstehend und es wird schon jeder auf seiner Hut sein, nicht von seinem Gegencontrahenten beim Geschäftsabschlusse übervortheilt zu werden; hier wäre es doch schließlich auch Sache der Betroffenen selbst, sich zu melden, und bis jetzt sind derartige Klagen noch selten aus den Kreisen der Börseleute vernommen worden. Die Behauptung, die Allgemeinheit werde ausgebeutet, indem diese angewiesen sei, die Preise zu bezahlen, welche ihnen von den Coulissiers dictiert werden, ist auch nicht richtig, da diese aus eigener Kraft nicht zu viel vermögen und die meisten Preisschwankungen durch das Eingreifen des Privatcapitals (mittels der Commissionäre) bewirkt werden, und es im Gegentheile gerade wieder ein Verdienst der Coulisse ist, die Schwankungen auszugleichen.

Noch viel grundloser ist die Behauptung, der steigende Wert der Papiere, das Plus, das sich entwickle, werde in frauduloser Weise von den Börseleuten eingesteckt. Wenn es auch richtig ist, dass, nachdem die Preislage eines Effectes eine Zeitlang ziemlich stationär war, wenn dann eine lebhafte Haussebewegung eintritt, die Differenzen zwischen dem alten Preise und dem jetzigen höheren, zum Theil von den Berufs-Börseleuten lucriert wurden, welche mithalfen, das Papier in die Höhe zu treiben, so kommt doch die Wertsteigerung demjenigen, welcher die Papiere in seinem Kasten liegen hat, gewiss zugute; ja es kann sein, dass ein Papier niedrig steht, d. h. es trägt gute Zinsen; man hört, dass das Unternehmen gute Chancen hat und gut verwaltet wird. Das Papier steht aber um einige Gulden niedriger als ein Papier ähnlicher Art unter ähnlichen Verhältnissen. Da macht sich nun ein Speculant daran und kauft auf gut Glück einen Posten dieses Papieres. Sagen wir, der Speculant kaufte zu 206; andere werden aufmerksam, sagen „das Papier trägt 11 fl., ist ziemlich

sicher" und bieten 207, 208; es kommt Leben auf den Markt, plötzlich steht das Papier auf 216; der Capitalist weiß nun, sein Papier ist heute 216 wert; ob nun X, Y, Z Differenzen eingeheimst haben oder nicht, kann ihm gleichgiltig sein; ja selbst wenn nicht diese starke Wirkung eintritt, so kann es dem Capitalisten unter Umständen sehr lieb sein, wieder einmal einen wirklich erreichten Cours für sein Papier zu haben, denn er weiß sehr wohl, dass die Notiz bis jetzt nur eine nominelle war; bei der Beschaffenheit der Bilanzen kann er sich kein Bild machen von der Lage der Gesellschaft, den Gerüchten, welche er hört, traut er nicht. Er hat also wenig Anhaltspunkte, ob das Papier, welches er vor einem halben Jahre um 200 fl. kaufte, heute mehr und um wie viel mehr es wert ist; früher konnte der Effectenbesitzer eine Werterhöhung vermuthen, heute hat er die Gewissheit einer solchen.

Nehmen wir den umgekehrten Fall; ein Papier steht auf 110, die letzte Dividende betrug 6 fl.; da hört jemand, dass in einem der Artikel, welche das betreffende Unternehmen erzeugt, sehr starke Concurrenz herrscht, dann dass die Löhne ein wenig erhöht werden mussten und außerdem bauliche Reconstructionen nothwendig waren. [1]) Aus alldem schließt er, dass das Erträgnis weniger günstig sein wird, und er verkauft im Februar auf ultimo März, zu welchem Zeitpunkte die Bilanz publiciert sein wird; er verkauft um 209, 208 und es kommt, wenn nicht außergewöhnliche äußere Momente — flaue Börse etc. — vorliegen, zu einem mäßig abgeschwächten Schlusscourse. Diese niedrigere Notierung wird vielleicht manchen stutzig machen und ihn veranlassen, seinen Bestand in diesen Effecten loszuschlagen, sagen wir um 205 . . . Es wird März, die Bilanzpublication erfolgt, die Dividende wird mit 10 fl. bemessen, es ist der allgemeine Markt für den Industrie-Artikel nicht günstig, daher auch für das laufende Jahr keine Besserung zu erwarten ist. Die Actien sinken auf 200. Derjenige, welcher noch zu 205 verkaufte, hat jedenfalls gut verkauft, und demjenigen, welcher die Actien weiter behalten hat, kann es wirklich ganz gleichgiltig sein, ob X oder Y vielleicht durch eine Baissespeculation, durch Blancoverkäufe Geld gewonnen

[1]) Es darf keineswegs eine Indiscretion seitens eines Beamten begangen worden sein; solche pathologische Momente muss ich ausschalten.

hat, ja es ist vielleicht nur diesen Speculanten zu danken, dass die Bewegung milder verlaufen ist, während ein größerer Courssturz sonst unvermeidlich gewesen wäre.

Derjenige, welcher Operationen solcher Art macht, heißt Baissier; sein Widerspiel ist der Haussier. Der letztere rechnet auf das Steigen der Course; die Ausdrücke sind seit langer Zeit eingebürgert. Beide Personen sind sehr wichtig, was schon sehr richtig von Mirabeau erkannt wurde. Der Haussier will ein Steigen der Course, der Baissier ein Sinken. Hat aber der Baissier (auch Contremineur genannt) große Blancoverkäufe geschlossen und muss sich bei weichenden Coursen decken, so bewirkt er schon dadurch eine Preisbewegung nach aufwärts. Beide können durch ihre Operationen gefährlich werden: die einen, weil sie eine Überspeculation mit folgendem starkem Rückschlag, die anderen, weil sie Entwertungen gewisser Effecten hervorrufen können; namentlich an die drohende Entwertung der Staatspapiere hat man stets gedacht, wenn man die Baissiers Feinde des Staates nannte. Doch auch die Haussespeculanten können dem Staatscreditwesen direct dadurch schaden, dass sie kurz vor der Auflegung einer Staatsanlehe zur Zeichnung eine starke Hausse z. B. in Eisenbahnwerten erzeugen und dadurch, namentlich durch Schiebungen mit sehr hohen, für die Banken sehr verlockenden Zinssätzen soviel Geld festhalten, dass die Zeichnung keinen vollen Erfolg hat. Die Haussebewegung ist in gewissem Sinne die natürlichere, da doch Effecten im Laufe der Zeit beinahe durchgängig im Werte steigen.[1])

Ich sagte oben ausdrücklich, dass ich „normale“ Verhältnisse voraussetze, keine „pathologischen“. Man muss in der

[1]) In Amerika und in England heißen die Haussiers: *bulls,* Ochsen. „Wenn er auf Lieferung belangt wird, antwortet er mit einem finsteren Blick und durch sein niedergeschlagenes, verdrießliches Gesicht und durch sein mürrisches Wesen stellt er gar nicht schlecht das Thier dar, nach dem er genannt ist“ (Mortimer, *Every man his own brocker,* pag. 45); die Baissiers heißen *bears:* Bären, „das ist eine Person, welche verabredet hat, eine Quantität von Staatspapieren zu verkaufen, welche größer ist als sein Besitz und oft größer als der, welcher von irgend jemandem besessen werden kann, doch welche er nichtsdestoweniger verpflichtet ist, nach einer bestimmten Zeit zu liefern; bevor dieser Zeitpunkt kommt, geht er immer auf und ab, suchend wessen Eigenthum er verschlingen kann“ (Derselbe; a. A. Murray, *Dictionary*).

ganzen Welt auf kranke Menschen Rücksicht nehmen, nicht aber die Welt nur für Kranke einrichten. Börsenmanöver werden immer vorkommen. Wenn man die Schuldigen unter den Börsenleuten eruieren kann, soll man sie strenge bestrafen oder ausschließen, wenn die Course durch Verbreitung falscher Gerüchte seitens der Gesellschaftsorgane beeinflusst wurden, so scheint mir ein geeignetes Mittel in dem Streichen des Papiers vom Courszettel für einige Zeit zu liegen; dass die Actionäre, welche so in ihren Rechten gekränkt wurden, sich an das schuldtragende Organ halten werden, ist wohl zu erwarten.[1])

Wir sehen also, dass der Capitalist durch die normale Thätigkeit des Speculanten keinen Schaden, ja meistens Nutzen hat. Die Allgemeinheit wird nur an dieser Frage interessiert, wenn durch einen Speculationstaumel weite Kreise zu Börseoperationen rein speculativer Natur veranlasst werden, und dann durch einen Rückschlag eine tiefgehende Schädigung von tausenden und abertausenden erfolgt; dies ist leider schon recht oft vorgekommen und wird gewiss noch vorkommen, genügt aber ganz und gar nicht, um die Coulissiers zu Parasiten der menschlichen Gesellschaft zu stempeln; ich glaube also, bewiesen zu haben, dass sie nicht schädlich sind, und behalte mir vor, an einer anderen Stelle dieser Abhandlung ihre Nützlichkeit scharf zu betonen.

Unvernünftig wäre es auch, die Speculanten dafür verantwortlich zu machen, dass nach einer begründeten Hausseperiode gewöhnlich ein mehr oder minder starker Rückschlag erfolgt; die Speculanten pflegen den Anstoß zu einer solchen Aufwärtsbewegung zu geben, aber dieser Impuls muss von den Capitalisten aufgefangen und fortgepflanzt werden, und wenn auch nach dem Eingreifen des Capitals die Speculation durch Käufe und Verkäufe noch weiterhin mitwirkt, so muss doch wohl gesagt werden, dass ein Weichen der Course vom höchsten Stande dann eintritt, wenn es sich nur um Käufe und Verkäufe der Speculanten allein handelt, während das Capital es nicht mehr für angezeigt erachtet, bei diesem Course zu kaufen.

[1]) Andere Vorschläge, wie eine Verpflichtung über wichtige günstige und ungünstige Begebenheiten im Betriebe einer Gesellschaft in voraus bestimmten Blättern zu berichten, gehören in das Gebiet des Actienrechtes und sind daher hier nur zu berühren.

Kleine Überschätzungen kann man aber dem Speculanten nicht zum Vorwurf machen; denn wie häufig kommt es vor, dass ein beeideter Schätzmeister sich bei ruhigem Abschätzen einer Ware um einige Gulden irrt; um wie viel leichter kann es auf der Effectenbörse im Getümmel eines lebhaften Verkehres vorkommen, dass ein Preis zustande kommt, welcher sich hinterher als falsche Schätzung herausstellt, sich daher nicht behaupten kann. Wie leicht wird der Moment übersehen, wo die Commissionshäuser nicht mehr eingreifen, zumal der Speculant A nicht wissen kann, ob sein Gegencontrahent B Prohändler *stricto sensu* oder „Agent" ist! Wenn z. B. ein Papier in 2 Börsetagen vom Course 206 auf 225 gestiegen ist, und dann auf 220 sinkt, so darf man nicht unzufrieden sein; ganz anders, wenn die ganze Hausse eine Seifenblase war, angeregt von betrügerischen Elementen, und etwa wieder ein Sinken auf 205 einträte. Ein Zeichen gesunder Speculation ist es, wenn der Cours, auf den ein Papier nach einer kurzen Hausseperiode zurücksinkt, höher ist als der Ausgangscours. —

Ich habe bis jetzt bei der „Analyse" der Börse gefunden, dass sie diejenige Organisation ist, welche Käufer und Verkäufer näherbringt, es den Parteien ermöglicht, Effecten zu kaufen und zu verkaufen, und zwar um einen Preis, von dem man normaler Weise sagen muss, er entspreche der Wertschätzung, welche die betheiligten Kreise an dem Tage dem Papiere zukommen lassen. Unter diesen betheiligten Kreisen werden aber nicht nur jene verstanden, welche „Bedarf" und „Vorrath" haben, sondern auch jene, welche als „Speculanten" eingreifen, kaufen und verkaufen, zunächst um sich Vortheile zu sichern, weiterhin aber auch, um eine Basis zu gewinnen für weitere Operationen. Eine solche Basis bildet aber nur ein gesunder Markt, ein Markt, auf welchem richtige Preise herrschen; vorübergehend kann wohl ein Markt mit überspannten Coursen großen Vortheil bringen, aber dieser Vortheil wird gar bald zu Wasser, und es entstehen dann Zustände, welche großen Schaden bereiten. Im weiteren Sinne kann man unter „betheiligten Kreisen" auch die Privatcapitalisten, ja den Staat selbst verstehen; und eine gute Börse muss so arbeiten, dass die von wenigen geleistete Arbeit für alle erspriesslich sei und von allen acceptiert werden kann, also der Privat-

mann wie diejenigen, welche berufen sind, das öffentliche Interesse zu schützen, müssen die Beruhigung haben, dass ihr Interesse gefördert und gewahrt werde. Privatcapitalisten müssen (der Staat freilich in Ausnahmsfällen auch) sich aber am Börseleben durch Käufe und Verkäufe betheiligen, u. zw. ist es desto besser, je mehr dies geschieht, soferne diese Geschäfte nicht zu speculativen Ausschreitungen führen. Aber diese Privatcapitalisten dürfen nicht an der Börse selbst ihre Geschäfte machen, sondern bedürfen eines Vermittlers, eines Commissionärs, eines Agenten; die Börse selbst ist ihnen verschlossen und soll es auch in gewissem Sinne für den Staat sein.

Die Börse ist eigentlich eine kleine Welt für sich, und je kräftiger sie sich einerseits nach innen ausbildet, andererseits dabei aber den Zusammenhang mit der ganzen übrigen Handels- und Finanzwelt aufrechterhält, desto besser erfüllt sie ihre Aufgabe, wie wir an der Londoner Börse sehen. An der Börse blühen besondere Geschäftsformen, es entwickelte sich eine ganz eigene Terminologie (vgl. das „Börselexikon" im Anhange der Schrift von Havas), die Hast und die Aufregung bringen es mit sich, dass viele Worte stark gekürzt und verballhornt werden („Börsejargon"). [1])

Die unerlässliche Basis für jeden kaufmännischen Verkehr, namentlich für den Börsenverkehr ist reelles Gebaren und Vertrauen; sonst werden lange Vorbesprechungen gehalten, Muster gezeigt und Angaben gegeben, verclausulierte Bestellzettel geschrieben, Informationen eingeholt. An der Börse sagt der eine „ich gebe", der andere „ich nehme" — das Geschäft ist perfect, ein reiner Consensualvertrag: hier ist das gesprochene Wort eine Verpflichtung, da gibt es kein Zurück, kein Rütteln und kein Deuten; jeder Zuwiderhandelnde wäre verloren und würde unbarmherzig geächtet werden.

Namentlich sind die Nebenberedungen beim Kauf bis auf ein Minimum reduciert und in den „Usancen" enthalten. Diese Usancen sind die höchste Potenz des Geschäftsgebrauches, welcher sich zwischen Contrahenten entwickelt hat — zunächst

[1]) Man sagt vulgär: „das ist Börse" von gewissen Eigenschaften und Handlungen, und diesem Ausspruch liegt die zweifellos richtige Erkenntnis zugrunde, dass das Börsengetriebe im Laufe der Zeit nicht ohne Einfluss auf das psychologische Leben der Börsenleute bleibt.

werden die „Usancen" von Fall zu Fall besprochen, dann auf Blanketten etc. angeführt, dann erscheint nur mehr die Clausel z. B. „nach Wiener Börseusance", und schließlich wird die Clausel subintelligiert. Diese Usancen haben eine solche Kraft, dass sie sämmtlichen Bestimmungen des H. G. B. vorgehen können. Man muss annehmen, dass solche Usancen durch den langen Usus so bewährt sind, dass man wirklich dieses Vertragsrecht als ein rationelles bezeichnen kann; an den meisten Börsen sind die Usancen gesammelt (z. B. bei uns in Wien unter dem Titel „Bedingungen für den Handel mit Effecten, Devisen und Valuten"). Diese Sammlung hat nicht etwa constitutive, sondern nur declarative Bedeutung; einzelne unklare Fragen werden von der Börsekammer fallweise geregelt und richtet sich der Verkehr darnach. Diese Vereinfachung des Verkehres, keine Ware, kein Geld, rascher Abschluss des Geschäftes sind unendlich wertvolle Factoren, denn die Zeit- und Kraftersparnis, ganz abgesehen von den vermiedenen Transportkosten, von der vermiedenen Gefahr, große Summen bei sich zu tragen, ist nationalökonomisch von großem Vortheile, und ist es zu hoffen, dass diese bewährte Art der Geschäftsgebarung immer weitere Kreise ergreifen und somit der Börseverkehr vorbildlich würde für den gesammten Handelsverkehr, sowie ja auch der Handelsverkehr vorbildlich ist für den gesammten Verkehr („die Art, wie man Gewinne aus Börsegeschäften macht, beeinflusste die Art, wie Handel und Industrie gefördert wurde" [Knies]). Dazu ist eine einfache, einheitliche Verkehrsgestaltung nöthig und unbedingte Redlichkeit, deren Bruch sehr scharf geahndet wird (sei es durch Ausschluss [London], sei es dadurch, dass man einfach keine Geschäfte mit dem Betreffenden macht), dass niemand das Risico trägt.

Damit ein solcher Verkehr ermöglicht werde, bedarf es wohl zunächst anständiger, ehrlicher Leute, aber diese Personen dürfen nicht aller Fonds entblößt seien, damit nicht ein jeder „Windstoß" dieselben umwerfe und dadurch Störungen entstehen.

Die Börsebesucher wägen einander genau ab, und an der Börse, wie in jedem Lebenskreise gibt es Leute, welche sich ihrer Tüchtigkeit und ihrer Rechtlichkeit wegen eines besonderen Ansehens erfreuen, und andererseits Personen, welche

minder geachtet sind. Der Maßstab, nach dem hier vorgegangen werden kann, ist die „Kaufmännische Ehre“. Jeder Beruf und jeder Erwerb hat seine besonderen Rechte und Pflichten. Die Verletzung dieser Pflichten wird theilweise durch das Strafgesetz, bei manchen Berufsclassen durch ein Disciplinarverfahren geahndet. Es bleibt aber noch eine große Reihe von Pflichten, welche durch die Zugehörigkeit zu einem bestimmten Kreis bedingt wird, und deren Übertretung eine Minderung des Ansehens der betreffenden Persönlichkeit zur Folge hat. Solange dieses Ansehen jemandem ungeschmälert zukommt, ist er im Besitze seiner Standesehre. Jeder Kaufmann soll eine solche „Ehre“ haben, und es gibt glücklicherweise in deutschen Landen viele, welche dieses Gut besitzen, d. h. welche auch in ihren Geschäften nicht das Strafgesetz, sondern das Moralgesetz sich als Schranke setzen.[1]) Speciell an der Börse entstehen durch das Nebeneinanderhandeln vieler Menschen, durch den persönlichen Verkehr eine Reihe von Pflichten keineswegs rein conventioneller Art, welche außer der für jeden Kaufmann geltenden Pflicht, beim Abschluss und bei der Erfüllung der Geschäfte „rechtlich und redlich“ vorzugehen, vom Börsemann zu beobachten sind; erfüllt er alle diese Pflichten, dann besitzt er diejenige Ehre, welche ich als **Börsenehre** bezeichne, und welche eine *„perfectio atque incrementum“* gegenüber der kaufmännischen Ehre sein soll.[2])

Dass diese „Ehre“ heute schon Gemeingut aller Börsenleute ist, behaupte ich nicht, doch bestehen in England Einrichtungen, welche im Laufe der Zeit dazu sicher führen werden; wollen wir hoffen und wünschen, dass an anderen Börsen wenigstens die Anfänge sich bald zeigen werden, mit den Ehrengerichten allein ist nichts gethan.

---

[1]) Verfehlt ist der Ausspruch Wieners, D. B. E. P., pag. 1830: „Strafen, welche den Erwerb treffen, werden wirkungsvoll sein; von Strafen, welche lediglich die Ehre treffen, verspreche ich mir keinen Erfolg.“

[2]) Schon 1817 schreibt Cibbini:

. . . auf der Börse muss der Kaufmann seinen Ruf bedenken wie die Jungfrau vor den Augen der Welt: ein börsescheuer Kaufmann ist daher krank oder auf üblem Wege . . . im ersten Fall verdient er als Verächter der Handelssitte . . . nicht an den dem Handel zugedachten Begünstigungen theilzunehmen, . . . im zweiten Fall ist er nur eine Hummel, die sich nährt, wo andere angebaut haben . . .

Ein Gebot der Selbsterhaltung ist es, sich über den Vermögensstand und die Verhältnisse der Geschäftsgenossen zu informieren. Die Börsenleute beobachten einander genau, daher selten Leute „hineinfallen“; in normalen Zeiten gibt es wenig Insolvenzen, und kann man bei eintretenden gewöhnlich lesen: „Er genoss schon seit längerer Zeit keinen Credit mehr, seine Engagements waren ganz unbedeutend“ — freilich bei plötzlich eintretenden Debâcles hört jede Berechnung auf und das Bild verändert sich von einem Tage zum andern so gründlich, dass alle Erwägungen nutzlos sind, und nach solchen Krisen ist längere Zeit oft völlige Geschäftsstille, weil keiner dem anderen traut. Selbstverständlich beschränkt sich der Börsemann nicht darauf, den engen Kreis der Börsebesucher auf ihre Creditwürdigkeit hin zu untersuchen, sondern die Verhältnisse großer Firmen, ja selbst von Privatpersonen werden besprochen und erwogen, denn eine Insolvenz einer Firma der Textilindustrie oder der Zuckerbranche reißt oft Banken und Commissionshäuser mit sich. Man kann also die Börsen als Observatorien des Credits betrachten.

Namentlich für den jungen Kaufmann ist die Börse eine ausgezeichnete Schule. Hier lernt er Verhältnisse erfassen und beurtheilen, hier muss er rasch und entschlossen handeln, der Börsemann muss alle Ereignisse aufmerksam verfolgen, ruhiges Blut bewahren. Nicht umsonst beginnen in England, Amerika und in Deutschland die meisten Kaufmannsjünger ihre Carrière in Banken und Bankhäusern. Und wenn die Börse diese Function erfüllt, so ist das ein Moment, das der Wirtschaftspolitiker gar nicht genug hoch anschlagen kann; wenn dann auch noch gewisse moralische Garantien hinzukommen, wodurch sich die Börse von unsauberen Elementen rein zu halten weiß, wie dies z. B. in Hamburg der Fall ist, wo es als eine große Schande gilt, nicht zur Börse zugelassen zu werden, so sind alle Bedingungen gegeben, um einen kräftigen intelligenten Kaufmannsstand heranzuziehen, dessen Bedeutung wohl niemand verkennen wird, der sehen will.[1])

---

[1]) Nicht unerheblich ist es, zu welcher Zeit (Stunde) die Börse stattfindet, man unterscheidet die „Vorbörse“, Hauptbörse (Mittagsbörse), die „Abend-

Wenn man den heutigen Effectenverkehr überblickt, so findet man, dass derselbe sich zum größten Theile an der Börse abspielt; daneben kommen Transactionen im Geschäftslocale der Banquiers vor, welche freilich immer den Börsecours zur Grundlage haben; ebenso directe Vermögensübertragungen unter Lebenden und von Todeswegen. Unabhängig von der Börse gehen Emissionen vor sich in Form von Subscriptionen, dann sehr oft Operationen größten Maßstabes — Verkäufe der Actien eines Unternehmens seitens der Großactionärgruppen etc.

Das Emissionswesen wird wohl, soferne eben eine Subscription stattfindet, sich stets in der jetzt üblichen Form, unabhängig von der Börse vollziehen. Dagegen könnte man fragen: Ist die Börse als Markt überhaupt nöthig, genügte es nicht, die Papiere Suchenden und Anbietenden ihre diesbezüglichen Bedürfnisse so befriedigen zu lassen, wie bei vielen anderen Gütern, nämlich mit Hilfe der Händler? Oder soll nicht der ganze Commissionshandel beseitigt werden und jeder gezwungen werden, an der Börse zu kaufen und zu verkaufen? Das wäre wirklich die größtmöglichste Concentration von Nachfrage und Angebot. Oder soll die Börse verstaatlicht werden?

börse", und die Nachbörse (d. i. der nach „Schluss" der Börse stattfindende unofficielle Verkehr). Am geeignetsten wäre es wohl, die Börse erst nachmittag (circa 4 Uhr) beginnen zu lassen, denn zu dieser Zeit sind alle politischen Nachrichten und alles sonst Wissenswerte von dem betreffenden Tage geprüft und erwogen, die Committenten können auf Grund von Zeitungsnachrichten etc. ihre Ordres geben. Doch würde die ganze Lebensgewohnheit unserer Handelswelt damit geändert werden müssen, so dass dieser Gedanke fallen gelassen werden muss. Freilich kann man es einem Banquier dann nicht verargen, wenn er sich um 4 Uhr beim Barkauf in seinem Laden, schon nicht ganz nach dem Course hält, denn er muss mit inzwischen eingelaufenen Nachrichten rechnen. Die Preise des Coursblattes entsprechen dann wirklich oft nicht der thatsächlichen Lage. Man muss sich für eine Mittagbörse entscheiden, die von entsprechend langer Dauer, 2—3 Stunden, sein soll, damit eine gründliche Preisbildung vor sich gehen kann: je mehr Börse, desto weniger Winkelbörse. Eine Vorbörse ist ganz zweckmäßig, indem da die Nachrichten des Vortages, die Meldungen der Frühpost besprochen werden, und die einzelnen Personen sich ein Bild zu schaffen vermögen, Geschäfte entrieren, die Widerstandskraft des Marktes sondieren können, kurz die Situation geklärt wird, so dass dann mit Ruhe an das Hauptwerk, die Mittagsbörse, geschritten werden kann. Für eine abgesonderte Abendbörse scheint wenig zu sprechen, der ganze große Apparat kann mit voller Kraft nur einmal functionieren, es ist daher dieselbe in Wien ganz zweckmäßiger Weise abgeschafft worden.

Ich erwähnte oben, dass viele Transactionen im Geschäftslocale der Banquiers vorkommen; ich denke dabei an die Compensation der erhaltenen Kauf- und Verkauf-Aufträge (nicht an das Selbsteintrittsrecht). Solche Compensationen beziehen sich nicht nur auf einzelne Ordres, sondern auch auf Umsätze größten Maßstabes, z. B. eine Bank erhält den Auftrag, 2000 Stück gewisser Actien zu verkaufen, ein anderer Committent gibt gleichzeitig Kaufordre auf 2000 Stück — natürlich werden die beiden Ordres nicht börsemäßig ausgeführt, sondern die Papiere wandern aus dem Depot des A in das des B, oft auch nur von einem „Stückeconto“ zum andern und A wird für x fl. erkannt, B für y fl. belastet, wobei freilich als Preis der Börsenpreis des betreffenden Tages angenommen werden muss. Dies ist oft für die Parteien sogar ganz vortheilhaft, denn es könnten durch den Kauf und den Verkauf leicht Coursschwankungen entstehen, welche sich keineswegs, wie man es theoretisch annehmen sollte, stets aufheben, so dass eine oder beide Parteien schlechter wegkämen.

Das Geschäft lässt sich auch deshalb nicht ganz concentrieren, weil namentlich der Provinzialbanquier ein „Lager“ haben muss, und auch dem Banquier am Börsenorte kann man nicht verbieten, Papiere auf Vorrath zu kaufen und mit Nutzen an Kunden zu verkaufen. Sprechen schon diese sachlichen Argumente gegen die Börse als alleinigen Effectenmarkt, so sind es noch viel mehr die persönlichen Momente. Man denke sich Officiere, Geistliche, Frauen auf der Börse — es wäre eine *turba hominum,* ärger als auf einer alten Messe oder auf einem Jahrmarkte, und für die Provinz, für die juristischen Personen, für die Minderjährigen, Verschwender und Geisteskranken müssten jedenfalls Vertreter intervenieren. Ausserdem würde man sich dann wohl in größerem Maßstabe als bisher der Effecten als Surrogat für Geld bedienen und würden viel mehr directe Transactionen unter Privatleuten vorkommen, als es heute schon bei Erbtheilungen, Mitgiftbestellungen, Associationen und Dissolutionen geschieht. Dass auf einem so ungeheuer großen Centralmarkte leicht Betrügereien vorkommen können, ist auch klar; namentlich aber für die Provinz wäre diese Centralisierung des Marktes ein Todesstoß. Man könnte wohl vorschlagen, Staatspapiere können bei allen öffentlichen

Cassen gekauft und verkauft werden (Frage 20 der D. B. E.); bei Actien kann man stets den Aufschub, welchen die Versendung bedingt, ertragen, zumal bei plötzlich eintretendem Geldbedarfe diese wohl, wenn sie nicht ganz schlecht sind, leicht als Pfand für ein zu gewährendes Darlehen genommen werden. Doch an wen sollte man denn senden? etwa an ein Börsecomité, welches die einlaufenden Aufträge den Maklern zuweist? Wie man sieht, wäre die vollständige Concentration des Effectenverkehrs und die Ausschaltung des Zwischenhandels praktisch undurchführbar. Über diesen letzteren Punkt noch ein Wort. Wollte man den Zwischenhändler κατ' ἐξοχήν — den Commissionär — ausschalten, so wäre dies entschieden eine *reformatio in pejus:* nicht mit Unrecht begrüßt Grünhut den Commissionär als ein modernrechtliches Gebilde. Wir haben in Österreich heute eine Processgesetzgebung, bei der es in den meisten Fällen den Parteien möglich ist, selbst vor Gericht zu verhandeln, nichtsdestoweniger aber ziehen es viele vor, sich durch Advocaten vertreten zu lassen oder doch mit einem solchen zu erscheinen; die Leute fühlen sich einfach nicht reif genug, ihre Rechtsstreite zu führen, und ebenso bedarf die große Mehrheit der Bevölkerung eines Berathers, eines Stellvertreters bei ihren finanziellen Operationen: der Commissionär soll der Freund, der Berather des Committenten sein; das Verhältnis zwischen diesen Personen soll etwa so sein wie das zwischen Arzt und Patient, Advocaten und Clienten (vgl. Steinbach, Rechtsgeschäfte, pag. 107 ff.).

Eine Beseitigung der Börse und gleichzeitige Verlegung des gesammten Effectenhandels in die Wechselstuben und Bankbureaux erkläre ich für absolut undurchführbar: es wäre einfach unmöglich, ohne Öffentlichkeit einen vernünftigen Preis zu erzielen, denn es würde die Concurrenz nicht den entsprechenden nothwendigen Einfluss auf die Preisbildung ausüben. Eher durchführbar wäre vielleicht Folgendes: Jede Bank und jedes Bankhaus, welche Effecten emittieren oder Zahlstelle oder „Patronanz-Institut" einer Actien-Gesellschaft sind, betreiben den Handel mit den Papieren, welche sie in Verkehr gesetzt haben, oder an welchen sie interessiert sind. Staatspapiere müssten von all diesen Häusern gehandelt werden dürfen; ein und dasselbe Papier kann, wenn

das Institut von einem Consortium gegründet wurde, bei allen Mitgliedern dieses Consortiums gehandelt werden. Alle diese Institute errichten an einem Orte ein Bureau — an Stelle der jetzt zerstreuten Wechselstuben der einzelnen Banken: Es würde sich bei den Schaltern für die einzelnen Papiere eine vollständige Concentration von Nachfrage und Angebot ergeben und wäre die Grundlage gegeben für eine annähernd richtige Preisbildung; namentlich bei Staatspapieren, welche von allen verkauft werden, würde die Concurrenz sich günstig fühlbar machen. Wenn ich beim Schalter der x-Bank 100·10 bekomme, gibt mir die z-Bank für die Rente vielleicht 100·15. Das Devisengeschäft müsste in diesem „Effecten-Kauf- und Verkaufsbureau" auch concentriert sein. Diejenigen Banquiers und Wechselstubenbesitzer, welche weder Emissionsgeschäfte betreiben, noch Zahlstellen sind, müssten ihren Geschäftsbetrieb zum größten Theile aufgeben, da doch das Privatpublicum sich ausschließlich der Banken und Bankhäuser des „Effecten-Kauf- und Verkaufsbureaus" als Commissionär bedienen würde, auch die Mäkler müssten verschwinden. Das Personal der Bank- und Wechselhäuser würde der Majorität nach bei den Banken placiert werden: doch würden immerhin viele Personen eine Schmälerung ihres Einkommens erleiden oder vorübergehend brotlos werden, was zu bedauern wäre.

Wie wäre dieser Geschäftsbetrieb? Einerseits liefen bei den Banken als Commissionshäuser Ordres ein, andererseits kämen Leute an den Schalter, um zu kaufen oder um zu verkaufen, und da würde es unendlich schwer sein, einen Preis zu bilden. Ein Ausweg wäre etwa darin zu suchen, dass alle bis zu einer gewissen Stunde eingelaufenen limitierten Kauf- und Verkaufordres zu einem quasi Einheitscours effectuiert werden, welcher zweimal im Tage festgestellt würde, und dann die Geschäfte an den Schaltern zu diesen Coursen erfolgen, Dass leicht Coursbeeinflussungen seitens der großen Capitalisten möglich sind, ist begreiflich: die „Coulissiers" hätten den Boden verloren, da es nur Commissionsgeschäfte (wo sich der Commissionär entsprechend decken wird) und Barkäufe gäbe; auf persönlichen Credit käme es nur wenig an. Die Manöver wären nicht beseitigt, da jetzt die capitalkräftigen Elemente ohne die oft lästige Controle der Coulisse operieren können. Wie

sich die Verhältnisse bei einer Preisdéroute gestalten, davon kann man sich kein Bild machen. Jedenfalls werden die Banken sehr große Effectenbestände aufnehmen müssen, häufig werden sie dies in speculativer Absicht thun, und dies hat sein Bedenkliches. Die eigenen Actien dürfte ein Institut nicht handeln, da müsste ein Übereinkommen getroffen werden. Bezüglich der emittierten Effecten ist die große Gefahr eines Rückströmens vorhanden.

Was für einen Vortheil hätte schließlich das Publicum? Man bedenke, dass der Commissionär sehr oft allein die Preise machen würde, und ob die Committenten dabei gut wegkämen, erscheint doch immerhin fraglich, ein Theil des Publicums wäre entschieden gefährdet. Bei den Staatspapieren wäre die Regelung ganz entsprechend. Für diejenigen, welche an den Schaltern kaufen, käme die Ersparnis der Provision in Betracht.

Es würde aber bald ein Stellvertretungsbedürfnis entstehen und damit die Basis geschaffen werden für eine üppige Entwicklung des Agentenwesens, denn die jetzt bestehenden Commissionshäuser würden ihren Geschäftsbetrieb aufgeben.

Ich habe diese Utopie, denn mehr ist es ja selbstredend nicht, ausgeführt, um eine Grundlage zu gewinnen zur Würdigung der Idee einer „Verstaatlichung“ der Börse. Dieses Schlagwort hört man oft. Nach Analogie mit anderen Verstaatlichungen muss man sagen, dass damit also der Staat das Recht erlangen würde, die Börse zu betreiben; selbstverständlich müsste dem Staate dieses Recht dann allein zustehen, denn ein Nebeneinander von staatlichen und nichtstaatlichen Betrieben hat stets sein Missliches. Der „Betrieb“ der Börse besteht im Abschluss, in der Vermittelung und in der Erfüllung, im Arrangement der Geschäfte, dann in der Notierung der Preise, dann eventuell noch in der Zulassung und Ausschließung von Personen, in der Gewährung der Notiz für Papiere; die letzteren Functionen könnten durch Staatsbeamte erfüllt werden, die Vermittler könnten Beamte sein, welche auch die Preisnotierung zu besorgen hätten. Das Arrangement könnte durch ein staatliches Bureau besorgt werden, kurz, man könnte aus der Börse eine „(Staats)anstalt“ machen, aber wäre das schon eine Verstaatlichung der Börse? Ich glaube nicht; denn es wäre ja noch ein sehr weites Gebiet, nämlich der ganze „Handel“, der

staatlichen Einflussnahme entrückt. Dieser, also der eigentliche Marktverkehr, kann nicht verstaatlicht werden. Am ehesten käme man zu einer Verstaatlichung des Verkehrs, indem der Staat ein „Central-Effectenverkehrs-Bureau“ errichtete nach Art des von mir geschilderten „Effectenkauf- und Verkaufbureau“. Freilich würden alle Einwände, welche gegen ein solches Institut erhoben werden können, auch hier gelten, und würden viele neue ins Feld geführt werden. Zunächst rein technische Bedenken; man stelle sich eine „Anstalt“ vor, welche den Effectenverkehr für eine Weltstadt, für ein Land bewältigen soll! Ferner wäre Creditgewährung direct ausgeschlossen; der Staat darf kein Risico übernehmen. Was soll bei starkem Angebot, resp. bei einem Ausgebot geschehen; der Staat kann doch nicht große Effectenvorräthe an sich bringen! Nehmen wir an, es will jemand Actien kaufen, da muss er an den Schalter gehen und das Geld erlegen; aber ob er immer die Papiere bekommt, ist fraglich; denn es ist ja nicht die Gelegenheit geboten, diese Anfrage in weiten Kreisen bekannt werden zu lassen. Limitierte Ordres wären in den meisten Fällen unausführbar: alle Aufträge müssten durch längere Zeit Geltung haben; jemand, welcher rasch Geld braucht, schickt 25 Stück Actien, um sie „bestmöglichst“ verkaufen zu lassen; ein anderer will 25 Stück Actien kaufen und gibt die Ordre „bestmöglichst“; welchen Cours soll der Beamte rechnen? Die meisten Personen werden aber mit „bestmöglichst“ aufgeben, damit ihre Geschäfte überhaupt ausgeführt werden können, denn Limitos sind schwer anzugeben, nachdem man keine Ahnung hat, wie sich die „Geschäfte“ an einem Tage gestalten werden, selbst wenn dieses Bureau, was unerlässlich wäre, täglich Listen veröffentlichte, aus denen hervorgienge, zu welchen Preisen umgesetzt wurde.

Bei Actien könnte man da einen halbwegs vernünftigen Preis erzielen; wie stünde es mit den Staatspapieren?!

Während bei dem „Effectenkauf- und Verkaufbureau“ ein Concurrenzpreis vorhanden wäre, entfällt dies hier. Soll der Staat seine eigenen Papiere bewerten, seinen eigenen Credit würdigen?! Das wäre wohl zu viel verlangt!

Bestünden da nicht große Versuchungen? Dass der Staat, resp. die leitenden Staatsmänner für die Staatscassa (nicht

etwa für sich) schon oft große Effectenspeculationen durchgeführt haben, beweisen uns Beispiele bei Léon Say und Roscher. Oder sollte für Staatspapiere ein freier Markt bestehen bleiben? Wie stünde es mit dem Emissionshandel? Durch Subscriptionen allein kann man nicht alle Papiere in den Verkehr bringen!

Sehr wichtig wäre die Frage nach dem Schicksal der Banken. Dieselben würden wohl eine ausgiebige *capitis diminutio* erleiden, obwohl das Commissionsgeschäft keineswegs entbehrlich wäre; ja im Gegentheil, es würde sich üppig entwickeln, indem einerseits das Geschäft in seinem alten Umfange bestehen bliebe, andererseits die meisten Coulissiers jetzt ihre Operationen als Commissionsgeschäfte durchführen würden. Jedenfalls müssten die Banken auch entweder bar zahlen oder große, einen reichlich gemessenen Sicherheitscoefficienten bietende Cautionen dem Bureau stellen. Es wäre eine entschiedene Fesselung des Verkehres, welches der heutigen Creditwirtschaft nicht entspräche.

Ich will keine weiteren Mängel aufdecken, sondern nur noch sehen, ob jene Form der Speculation, welche man „Börsespiel“ nennt, eingeschränkt oder unmöglich gemacht wird? Dies ist zu verneinen, denn unter der Maske des Commissionsgeschäftes werden sich viele Geschäfte verbergen, welche ökonomisch nichts anderes als „Börsespiele“ sind. Und den Beamten das Recht zu geben, Aufträge der Banken zurückzuweisen, wäre eine fürchterliche Waffe. Das andere Mittel, den ganzen Commissionshandel aufzuheben, ist schon früher als undurchführbar bezeichnet worden. Ob es so wünschenswert wäre, dass der Staat heute Banquier und Wechselstubenbesitzer wird, möchte ich bezweifeln; es harren des Staates doch wohl andere, wichtigere socialpolitische Aufgaben!

Ich habe mich ziemlich lange bei diesem Punkte aufgehalten, u. zw. zunächst um nachzuweisen, wie wenig praktischer Wert den Schlagworten „Aufhebung der Börse“, „Beseitigung des Commissionshandels“, „Verstaatlichung der Börse“ innewohnt, dann aber um zu betonen, wie gefährlich die Anwendung solcher Schlagworte werden kann. Gefährlich deswegen, weil man entmuthigt durch die Unbrauchbarkeit solcher Vorschläge nicht daran geht, die Mängel der Börse, welche behebbar sind und behoben werden sollen, zu beseitigen. Vorschläge, welche

eine andere Wirtschaftsverfassung als die gegenwärtige capitalistische, creditwirtschaftliche voraussetzen, sind *a limine* abzuweisen. Ich gestehe zu, dass bei geänderten wirtschaftlichen Verhältnissen sich auch die Börse wird ändern müssen, ebenso dass, wenn einst ein Ideal(?!)-Staat keine Schulden hat und infolge der „Collectivierung der Productivmittel" kein Bedürfnis nach Actiengesellschaften besteht, die Börse ganz überflüssig sein wird. Die Börse ist aus der gegenwärtigen Wirtschaftsverfassung organisch hervorgegangen und hat in dieser Wirtschaftsperiode Aufgaben zu erfüllen, und sie erfüllt auch solche. Nur solche Reformvorschläge, welche sich auf dieser Basis bewegen, sind discutabel. Im Laufe dieser Arbeit werde ich noch verschiedene Reformvorschläge zu besprechen haben. —

Die allgemeine Verbreitung und Zugänglichkeit der Courszettel, der große Raum, welcher in den Tagesblättern den Börseberichten eingeräumt ist, hat zur Folge, dass jeder unwillkürlich täglich die Course liest, an die Börse erinnert wird und so intensiver an die vernünftige Verwertung seiner Ersparnisse denkt. Heute ist nicht nur die Zeit vorüber, wo der Vater wie in „Hermann und Dorothea" „sondert im Pulte das seltene Goldstück", sondern auch andere Anlagen müssen als ökonomisch falsche bezeichnet werden; ich denke an die übermäßige Benützung der Sparcassen seitens der wohlhabenden Bevölkerung; darunter verstehe ich jene Kreise, welche im Besitze eines gesicherten Einkommens ihre Ersparnisse, kleine ererbte Summen etc. für unvorhergesehene Bedürfnisse und für die alten Tage aufheben, nicht etwa Personen, welche eine Saisonarbeit betreiben und während dieser Periode für die arbeitslose Zeit sparen müssen. Es ist stets zu empfehlen, sich eine gewisse Summe in einem Sparcassenbuche zur Disposition zu halten, nicht aber fünf-, ja zehntausend Gulden in die Sparcasse zu legen. Man erzählt, dass in der Wiener Sparcasse mehrere Personen hundert und mehr Bücher haben, die auf Beträge unter 100 fl. lauten, um die höhere Verzinsung zu genießen.

In Österreich zahlt die Sparcasse höchstens $3^3/_4{}^0/_0$, die Rente trägt volle vier Percent; freilich wäre es thöricht, Lose zu kaufen, wie es so oft die kleinen Sparer thun; Renten, Pfandbriefe und Prioritäten sollen diese kaufen (nie Actien),

also ganz dieselben Papiere, welche die Sparcasse für das Geld der Einleger kauft. Das wäre eine nützliche Ausschaltung eines Zwischengliedes! Es ist sehr weise, wenn auch in besonderer Tendenz im österreichischen Postsparcassengesetz angeordnet, dass die Einlagen nicht mehr wie 1000 fl. betragen dürfen; wird diese Summe überschritten, werden Renten angeschafft. Absolute Sicherheit bieten auch die Sparcassen nicht. Man denke an den in jüngsten Tagen erfolgten Zusammenbruch einiger ungarischer Sparcassen und an die Vorgänge bei der galizischen Sparcasse in Lemberg!

Diese Darlegungen sollen keineswegs die Sparcassen als überlebte Institutionen hinstellen; ich bin von der Wichtigkeit und Nützlichkeit der Sparcassen für gewisse Kreise und für das allgemeine Wohl durchdrungen, betone aber, dass große Sparcasseneinlagen ökonomisch falsch sind.[1]) (A. A. Cohn, Deutsche Rundschau, 1894, pag. 432.)

Immer weitere Kreise sollen erkennen, dass zur Capitalsanlage neben Grund und Boden Effecten am geeignetsten sind und dazu soll die Börse beitragen und trägt auch dazu bei. Indem das Capital statt der Anlage in Grund und Boden, wozu ein großer Hang besteht, auch Effecten aufsucht, wird ein rapides Steigen der Terrainpreise verhindert und damit der Erhöhung der Zinse ein gewisser Riegel vorgeschoben, was socialpolitisch zu begrüßen ist. Der ökonomische Sinn der Bevölkerung soll modernisiert werden, und die Börse dem einzelnen durch reichlichere Verzinsung seines Geldes Gelegenheit geben, entweder mehr zurückzulegen oder besser zu leben.

Hoffentlich wird dann endlich einmal in weitesten Kreisen eingesehen werden, dass es keine Schande ist, sich um die Börse zu kümmern, und auch keine Schande, Effecten zu besitzen. Anticapitalistische und andere extreme Strömungen haben, namentlich in Wien, dazu geführt, dass viele sonst ganz vernünftige Menschen einen Börsemann wie einen Dieb, einen Capitalisten ungefähr wie einen Defraudanten ansehen, jedenfalls aber diese Leute verachten! Ich will zugeben, dass manche Existenzen an unseren Weltbörsen uns Abscheu ein-

[1]) Besonders viel verspreche ich mir von den Sparcassen, wenn sich diese in Spar- und Vorschuss-Vereine umwandeln oder sich solchen angliedern.

flößen, aber deshalb muss man nicht den Stand, die jetzige Wirtschaftsverfassung schmähen.

Wer Effecten hat, ist verpflichtet, deren Coursbewegung zu beobachten, und der Mann in bescheidenem Wohlstand kann, wenn er dies stets thut, möglichst billig kaufen und möglichst theuer verkaufen; und auch für denjenigen, welcher momentan oder überhaupt nie Transactionen vornehmen kann, ist die Lectüre der Börsenberichte höchst belehrend, denn wenn die Redensart: „die Börse ist ein Barometer des (öffentlichen) Credits“ auch nur eine Redensart ist, so hat sie doch ihren wahren Kern, und aus den Coursen kann man entnehmen, wie die politische Lage von einem wichtigen Theile des Handelsstandes aufgefasst wird, was bei dem richtigen, geübten Blicke desselben sowohl wichtig wie interessant ist.

Selbstverständlich haben auch die **Geschäfte an den Börsen** den Aufgaben entsprechend eine ganz eigene Gestalt angenommen; wie in jedem entwickelten Handelsleben spielt der „Kauf“ die wichtigste Rolle: doch ist derjenige Kauf, der uns der landläufige ist, nämlich dass unmittelbar nach dem Consens die Tradition von Geld und Ware erfolgt, an der Börse ausgeschlossen (an der Börse dürfen Effecten nicht übergeben werden), sondern usancegemäß erfolgt die Tradition entweder am nächsten Tage (Wien) oder noch am selben Nachmittage (Frankfurt). — Diese Geschäfte, welche also gar nichts Besonderes haben, machen jedoch keinen sehr großen Theil der Transactionen aus. Viel wichtiger sind die Geschäfte, wo die Erfüllung der Tradition oder deren Surrogate nach einigen Tagen oder zu den Liquidationsterminen erfolgt.

Wenn ich einen Kauf von heute auf morgen schließe, so calculiere ich mit festen Größen, während ich beim Kaufe, dessen Erfüllung erst nach einigen Tagen oder erst zu ultimo erfolgt, bei einem Gegenstande wie Effecten damit nicht rechnen darf, daher dann auch der Preis dementsprechend gestellt sein muss. Je länger der Termin vom Consens bis zur Tradition ist, umso mehr muss ich bei der Preisfestsetzung mit allerlei Eventualitäten rechnen.

Die Besonderheit dieses Geschäftes, die gar nicht genug betont werden kann, ist nur die Hinausschiebung des Lieferungs-

termins auf einen festbestimmten Tag. Es ist ganz klar, dass ich mir im September meinen Winterrock bestellen kann, weil da die Schneider weniger beschäftigt sind; warum soll nicht jemand, der im October seine Tochter ausheiratet, wenn ihm der Cours günstig erscheint, sich im September Papiere sichern? Warum soll nicht ein Banquier, welcher weiß, dass einige seiner Committenten im Januar und Juli gute Actien kaufen (u. zw. nach seiner Empfehlung), solche bei einem augenblicklichen Tiefcourse im November, per ultimo December kaufen? Warum soll nicht der Speculant, welcher Bedenken tragen würde, den von ihm geforderten Preis per sofort zu bezahlen, das Geschäft per ultimo dieses oder nächsten Monates abschließen mit dem Gedanken: „kommt Zeit, kommt Rath“ — und auch Geld?

Dass die Geschäfte oft nicht durch Tradition erfüllt werden, dass häufig schon vor dem Hereinrücken des Zeitpunktes der Tradition ein Gegengeschäft geschlossen wird, ist richtig, ändert aber gar nichts an dem Charakter des Geschäftes oder eines Kaufes mit (oft weit) hinausgeschobenem Erfüllungstage. Diese Modification ist wohl nur historisch zu erklären und für die ökonomische Function des Geschäftes von einschneidender Bedeutung. Die juristische Natur ist später zu behandeln, sie bietet nur wenig Besonderes. Die Ansicht derer, welche aus solchen Lieferungsgeschäften, bei welchen die Erfüllung nicht durch Tradition oder nicht an die ursprünglichen Contrahenten erfolgt, „uneigentliche Differenzgeschäfte“ machen wollen, also eine neue Art gemachter Verträge, krankt daran, dass sie den — oft unerwünschten — ökonomischen Effect zur juristischen Construction verwerten will.

Die Zeit der Erfüllung spielt bei den Börsegeschäften die größte Rolle. Daher denn auch z. B. Art. 331 des allgemeinen D. H. G. B. den Börsenordnungen Abänderungen von den normalen Zeitberechnungen vorbehält. Probemäßigkeit, Güte der Ware, *laesio enormis*, Entwährung, kurz die meisten civilrechtlichen und handelsrechtlichen Bestimmungen über den Kauf cessieren beim Börsenkauf, die Modificationen des Kaufvertrages sind im Verkehrsinteresse aufs äußerste reduciert und in den Usancen enthalten.

Je mehr die Usancen über derlei Fragen enthalten, desto besser, da die Gelegenheit zu Streitigkeiten verringert ist. (Die

Wiener Usancen enthalten Bestimmungen in den §§ 9, 10 und 15.) Es ist möglich, dass zwei Personen auch besondere Vereinbarungen schließen, im Rahmen eines Börsegeschäftes sind aber solche nicht unterzubringen; sondern müssen in einem besonderen Vertrage vereinbart werden.

Also an Käufe und Verkäufe denkt man, wenn man vom Börsehandel, als dem nach Usancen organisierten Geschäftsverkehr in gewissen Artikeln spricht. Der Kauf an der Börse erfolgt nun selten zu dem Zwecke, die Papiere sich dauernd zu erwerben; gewöhnlich kaufen Personen, um weiter zu verkaufen; der Kauf bildet gewöhnlich also einen Theil einer Handelsoperation (es kann sehr wohl eine solche auch mit einem Verkauf beginnen und mit einem Kauf enden): darunter versteht man zwei auf dasselbe Object bezügliche, nicht zugleich vorgenommene, durch einen einheitlichen Willen hervorgerufene und zusammengehaltene Geschäfte in entgegengesetzter Richtung; dieser Wille ist der Speculationswille. Die Mehrzahl der Geschäfte an der Börse sind nur Bestandtheile einer solchen Handelsoperation. Derjenige, welcher solche Operationen unternimmt, ist „Speculant“: seine Thätigkeit entspringt der in die Außenwelt tretenden Sucht, Gewinn zu machen, diese Sucht lässt die Leute eifrig Umschau halten, nach Gelegenheiten solche Operationen auszuführen.

Thöl definiert die **Speculation** folgendermaßen: „Man gründet eine Handlung auf eine Hoffnung in der Absicht, Gewinn zu machen, man glaubt an einen Thatumstand und handelt danach.“ Im Bericht der D. B. E. C. (pag. 75) lesen wir: „Speculation ist diejenige geistige Thätigkeit, welche aus der Erfahrung und aus der Beobachtung der Gegenwart einen Schluss auf die Zukunft zieht und auf Grund eines solchen Schlusses eine wirtschaftliche Handlung vornimmt in der Absicht, durch dieselbe einen Vermögensvortheil zu erlangen.“ Lexis (Handwörterbuch der Staatswissenschaften) und nach ihm Bachmann (Die Effectenspeculation, pag. 27) sehen von der geistigen Thätigkeit des Speculanten ab: das halte ich für unrichtig[1]); denn

---

[1]) Ran spricht von einem „Wettkampfe des Verstandes“ (Volkswirtschaftslehre, § 439). Das Voraussehen der Zukunft ist kein entscheidendes Kriterium: der Satz *„mercatores consueverunt futura prognosticari“* ist wohl richtig, aber ungenügend.

„speculor“ heißt doch „umherspähen“, und darin liegt doch nicht nur ein grobsinnliches Herumsehen, sondern ein planmäßiges Sehen, also eine geistige Thätigkeit. Ich entdecke eine Gelegenheit, Gewinn zu machen, ich setze eine entsprechende Handlung und erwerbe vielleicht einen Vortheil.

Ich möchte eine Definition der Speculation etwa dahin geben: „Unter genauer Kenntnis der bestehenden Verhältnisse und ihres Werdeganges, unter genauer Erwägung aller sich ergebenden Möglichkeiten Operationen vornehmen, um einen Vortheil zu erzielen.“ An der Börse sind diese Operationen natürlich Handelsoperationen, und der Vortheil ist meistens ein materieller Gewinn. Doch kann ein wirklich großer Speculant manchmal operieren, ohne directen materiellen Vortheil zu erlangen, um sein Ansehen zu heben. Freilich tritt uns unter dem Namen „Speculation“ mancherlei entgegen, was diesen Namen nicht verdient. Das Wesen der Speculation zu ergründen, ist vornehmlich ein Problem für die Philosophen, für die Ethiker.

Wundt in seiner Ethik nennt sie ein „Element des Zufalls oder ein Element der Überzeugung, des Zufalls Herr zu werden“.

Die Lockung des Gewinns mit dem Sporn des Ungewissen hält die Speculation in Gang. Die Speculation tritt bei jedem Handel bald matter, bald lebhafter hervor; er ist ein wesentliches Stück von ihm selber, als Muthmaßung eines künftigen Wertes aus gegenwärtigen Merkmalen. Michaelis[1]) freilich leugnet dies; er unterscheidet den „speculierenden Handel“ von der „Speculation“. Ersterer habe die Aufgabe, „die Objecte in den Besitz zu bringen“, letztere nur „für das einzelne Individuum Profit zu schaffen“ (weiterhin spricht er von „ernstem Handel“). Wo aber das eine aufhört, das andere beginnt, das kann er uns nicht sagen[2]); ebensowenig wie Bachmann eine scharfe Grenze ziehen kann zwischen seinen „Cassageschäften“ und „schwebenden Geschäften“, wobei er unter ersteren die Geschäfte mit thatsächlicher sofortiger Erfüllung versteht,

---

[1]) „Die wirtschaftliche Rolle des Speculationshandels“; geradezu ein Plaidoyer für die Speculation!

[2]) Garnier (J. d. E. 1864) sagt ganz richtig: *il n'est pas possible de séparer le commerce proprement dit de la spéculation.*

unter „schwebenden Geschäften“ aber die Termingeschäfte; eine Unterscheidung, die harmlos ist, wenn man darunter Geschäfte versteht, deren Erfüllung durch längere Zeit schwebt, die aber falsch ist, wenn man dabei an Geschäfte denkt, bei denen die Lieferung fraglich ist, und immer bedenklich bleibt, weil der Ausdruck „schwebend“ in der juristisch-nationalökonomischen Nomenclatur bereits vergeben ist und eine Verwässerung des Sprachgebrauches stets zu vermeiden ist. [1])

Manche wollen Capitalbesitz als essentielles Moment der Speculation hinstellen, was aber entschieden zu verwerfen ist. Gerade darin zeigt sich die Eigenart der Börse, dass man ohne ein nennenswertes Vermögen Geschäfte sehr großen Umfanges unternehmen und sehr große Gewinne machen kann. Dies ist ein gesunder demokratischer Zug, welcher in der heutigen socialpolitisch angehauchten Zeit besonders wertvoll ist und der Börse innere Widerstandskraft gibt.

Die Thatsache, dass gerade Capitalisten viel öfter günstige Erfolge erzielen als Speculanten ohne Capital, beweist gar nichts, denn da spielt einerseits der Zufall mit und andererseits ermöglicht es der Capitalbesitz, manche Schläge auszuhalten, welche den mittellosen, talentvollen Speculanten, der vom Zufall nicht begünstigt ist, zu Boden werfen.

Wenn man den Zufall als ein wesentliches Moment anführt, so ist das richtig, aber überflüssig, denn der Zufall spielt doch überall eine große Rolle, so dass man ihn als eine *condicio naturalis* ansehen muss, die kein Charakteristikon der Speculation bildet (Wundt, Rümelin). Auch nicht richtig ist es, wenn Lassalle sagt: „je richtiger und genauer die Schätzung der wissbaren Umstände ist, auf die der verständige Calcul des Speculanten gebaut ist, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass die unendlich überwiegende Summe der nicht wissbaren Umstände das Resultat verändern wird.“ Man wird einfach sagen müssen, dass die Speculation vom Zufall abhängig ist, wie alle Dinge, die nicht ohne wirkliche Erfahrung festgestellt werden können. — Weiter wird der Credit als ein *essentiale* hingestellt. Dem gegenüber ist zu bemerken, dass die

[1]) v. Gagern spricht pag. 69 ff. von „alternativen Differenzgeschäften“, welche sich durch Realerfüllung (dann ist es reeller Warenhandel) oder durch Differenzzahlungen (dann ist es Speculation im engeren Sinne) erledigen.

Creditwirtschaft es ist, welche die Speculation ins Leben gerufen hat, dass sie die Atmosphäre ist, in der diese gedeiht, nicht aber ein Bestandtheil der Speculation ist. Proudhon sagt, „Marktschreierei, Betrug, Monopol, Aufkauf, Erpressung, Untreue, Prellerei, Raub" seien das Wesen der Börsenoperationen; er nennt sie *„le chancre de la production, la peste des sociétés et des états"*. [1])

Ich nenne zwar jeden Börsemann, welcher kauft, um in Bälde gewinnreich zu verkaufen einen Speculanten, folge aber damit nur dem allgemeinen Gebrauch. Eine Persönlichkeit, welche diesen Namen verdient, weil seine Thätigkeit eben in Speculationen besteht, welche meiner Definition entsprechen, muss ein Mann von großem Wissen, von Scharfsinn und Energie sein, muss ruhig beobachten, und wenn er ein Project geprüft hat und es für aussichtsvoll hält, ruhigen Blutes an die Ausführung schreiten und beharrlich, ja selbst rücksichtslos seinen Plan durchsetzen. Die einzige Schranke besteht darin, dass durch eine solche Speculation niemand geschädigt werden darf; womöglich — und nur dann ist eine Operation von wirklicher Bedeutung — sollen weite Kreise davon Nutzen haben.

Nehmen wir an, ein Mann erkennt, die Eisenindustrie eines Landes müsse einer großen ungeahnten Entwicklung entgegengehen. Wir hätten reiche Erzlager, günstige Productionsverhältnisse, gute Bahnverbindungen, durch inländischen Bedarf und durch günstige Zölle gesicherte Absatzgebiete. Die Actien der Eisenwerke stehen so, dass dieselben eine circa 5 percentige Verzinsung bieten. Da greift der Speculant oder gewöhnlich ein Consortium ein und kauft: es dauert einige Tage, die Course sind gestiegen; man forscht nach der Ursache und plötzlich sieht jeder das, was die Speculanten schon lange

[1]) Freilich in demselben Buche *(Manuel du spéculateur à la bourse)* sagt er: *„ce n'est pas autre chose que la conception intellectuelle des différents procédés par lesquels le travail, le crédit, le transport et l'échange peuvent intervenir dans la production. C'est la spéculation qui recherche et découvre pour ainsi dire les gisements de la richesse, qui invente les moyens les plus économiques de la procurer, qui la multiplie soit par des façons nouvelles, soit par des combinaisons de crédit, de transport, de circulation, d'échange, soit par la création de nouveaux besoins, soit même par la dissémination et le déplacement des fortunes."*

sahen, und jeder wundert sich, dass nicht er der Urheber der Hausse gewesen ist; nun muss das Versäumte rasch nachgeholt werden; es beginnt eine wilde Hausse. Ein Papier, das in 8 Tagen von 100 auf 110 gestiegen ist, steigt an einem Tage auf 120. Wer kauft? Die Coulissiers, welche der festen Ansicht sind, sofort mit Gewinn weiterverkaufen zu können, dann Capitalisten, welche einerseits eine entsprechende Verzinsung erwarten, andererseits mit dem „inneren Wert" rechnen. Wer verkauft? einerseits Capitalisten, welche schon lange darauf warten, die Effecten mit Gewinn zu verkaufen, dann einige Mitglieder des „Consortiums", welche Geld brauchen oder aber durch ihre Verkäufe die Preise etwas mäßigen wollen, um weiter noch größere Posten zu kaufen.

Nun kauft niemand, ohne einen Vortheil zu erwarten; dieser kann entweder in einer günstigen — relativ hohen — Verzinsung bestehen oder in der Verlosungschance oder in dem Capitals-Gewinne bei der, sei es sofortigen, sei es einstigen Veräußerung. Daneben werden auch Papiere gekauft als Mittel zum Zweck; nämlich Theilnahme an der Generalversammlung, Majorisierung derselben, Erlangung einer Verwaltungsrathsstelle, Ausübung von Optionsrechten etc. Unter den vorgenannten Kategorien lassen sich alle Effectengeschäfte unterbringen; denn z. B. beim Kauf von Effecten behufs Beschaffung einer Caution denkt man doch auch stets an eine der oben erwähnten Factoren. Bei den Transactionen, welche infolge einer so eingeleiteten Haussebewegung vorgenommen werden, kann man sagen, es werden die Geschäfte mit Rücksicht auf den zu erwartenden Capitalsgewinn abgeschlossen; denn die Course sind sehr rasch solche, dass nicht nur die zu erwartende nächste Dividende im Course escomptiert ist, sondern schon die der nächsten Jahre. Ist das nicht ein anormaler Zustand? Die Antwort kann nicht ohne Unterscheidung gegeben werden. Werden nämlich an jedem Börse(Liquidations-)tage entsprechende Papiermengen von Capitalisten aufgenommen, so ist die Gefahr einer Überspeculation mit nachfolgender starker Déroute wesentlich verringert; denn der Coulissier kauft, um bei der nächsten Liquidation Gewinn zu haben; findet er im Capitalisten einen Abnehmer, dann ist es gut, wenn er aber an einen Speculanten verkauft, dann muss dieser wieder an

einen Capitalisten verkaufen; es darf kein Speculant in eine Sackgasse gerathen, sonst entstehen Störungen und Preisdepressionen. Die Großcapitalisten verkaufen nicht so bald, denn diese wollen sich nach Jahren entweder sagen, das Papier trägt mir beim heutigen Course 200, (zu 100 haben sie es gekauft) 10 Gulden Zinsen, oder ich verdiene 100 Gulden bei einem eventuellen Verkaufe; von Seite der Großcapitalisten droht keine Gefahr. Viel schärfere Preisdepressionen können eintreten, wenn die Initiateure der Speculation noch starke Posten haben und sich glatt stellen wollen; wenn das Papier von 100 auf 160 gestiegen ist und sie zu naturgemäß weichenden Coursen 155, 150, 145 verkaufen, haben sie noch immer enorm verdient, die Coulisse und das Privatpublicum können sich dabei verbluten; freilich werden die zurückgegangenen Course gleich wieder Kauflust entfesseln.

Ich will die so interessante Bewegung kurz charakterisieren: Eingreifen der Speculanten, schwache Hausse; Eingreifen der Coulisse, starke Hausse; Eingreifen des Commissionshandels, weiter verstärkte Hausse und schließlich wellenförmige Coursbewegungen entstanden durch Verkäufe seitens der Speculanten, Abgaben von Capitalisten, Anlagekäufe seitens capitalkräftiger Elemente, Käufe der Bankwelt auf Vorrath, ferner durch speculative Käufe und Verkäufe der Commissionäre für ihre mehr minder capitalkräftigen Committenten.

Bei einem gewissen Coursniveau tritt Stillstand ein, eventuell eine leichte Baisse, und kommen wieder nur Veränderungen vor, wie sie durch die Bilanzen, kleine Speculationen etc. bedingt sind. Gewonnen haben die ursprünglichen Speculanten, die Coulissiers und diejenigen Capitalisten, welche den hohen Cours zum Abstoßen ihrer Anlagen benützt haben. Verlieren können Leute, welche ohne genügende Barfonds sich in Speculationen eingelassen haben und bei leisen Baissebewegungen gezwungen sind, ihre Engagements zu lösen.[1])

---

[1]) Einer der wundesten Punkte beim modernen Effectenverkehr ist wohl das Eingreifen des unreifen, wenig bemittelten Privatpublicums, welches nur durch Commissionäre seine Operationen ausführt; die Leute kommen naturgemäß mit Käufen und Verkäufen immer zu spät, ihre Ordres werden oft ausgeführt zu einer Zeit, wo sich die Verhältnisse gründlich geändert haben gegenüber den zur Zeit der Auftragsertheilung bestehenden. Und Schwankungen von 10 fl. zwingen die

So groß angelegte Operationen üben mannigfache Wirkungen aus: Die Papiere gewisser connexer Industrien steigen gleichfalls, dagegen pflegt eine Vernachlässigung der übrigen Papiere Platz zu greifen, und namentlich Renten und andere Anlagepapiere gehen im Course etwas zurück; auch ist regelmäßig eine Unterströmung zu constatieren, welche Operationen *à la baisse* entspringt und gewöhnlich mit dem Zusammenbruche einiger Individuen endet, was oft nicht unempfindliche Störungen hervorruft.

Das Resultat ist ein hoher Cours eines Papieres, und dieses Resultat wird dann skeptisch betrachtet und eine Discrepanz zwischen Wert und Preis herausgefunden, eine „Überwertung“ der Papiere. Hier zeigt sich mehr denn irgendwo die üble Folge einer objectiven Werttheorie: nach dieser müsste man genau erwägen, wie hoch darf eine Actie stehen, welche x fl. trägt? Die Rente, welche 4% trägt, steht so hoch, nun kommt ein Minus für die Risicoprämie, welche je nach dem Stande der Reservefonds und der Art der Unternehmung, Bank, Bergwerk, Eisenbahn mit $^1/_2$—$1^1/_2$% angenommen werden muss, ein Plus für den Zukunftswert. Dieser letztere ist aber schwer bestimmbar; sollen wir nur die Dividende eines Jahres im Course zum Ausdruck bringen? Das wäre entschieden nicht der Zukunftswert; es muss also gemeinhin ein Plus im Course enthalten sein (mitunter freilich auch gerade im Hinblick auf die Zukunft ein Minus, wenn ein Heimfallsrecht des Staates besteht etc.). Dieses Plus lässt sich nicht genau abwägen, mithin auch kein objectiver Wert feststellen. Man muss also bei der subjectiven Wertlehre bleiben und dahin das Problem zu bringen trachten, dass Preis eben der Ausdruck der Bewertung ist, und es muss nur gesorgt werden, dass diese Bewertung nicht aller realen Basis entbehre.

Wenn ich einem Schneider für einen Rock 500 fl. zahle und damit ausdrücke, dass ich die Arbeit dieses Schneidermeisters so hoch bewerte, so ist das meine Privatsache; nicht so ganz harmlos ist es, wenn ich Dienstleistungen gewisser

---

Commissionäre, um sich vor Verlust zu bewahren, zur Lösung der Engagements. Die Frage kann erschöpfend nur im Zusammenhange mit der Gestaltung des Commissionshandels besprochen werden.

Leute übermäßig entlohne, z. B. beim Trinkgelderunwesen, weil durch letzteres es dahin kommen kann, dass ein Gast, der sich dieser Ansicht nicht anschließen will oder kann, schlechter bedient wird; um wie viel mehr ist bei Effecten Raum für solche Erwägungen? Effecten sind ja kein Handelsartikel für enge Kreise, sondern von eminenter Wichtigkeit für die Individuen und für den Staat selbst. Eine Unterwertung und eine Überwertung ist ein sociales Übel; nur ist es sehr schwer, festzustellen, wann eine solche statt hat und ist eine Überwertung gefährlicher, weil die Correctur stets neue Opfer fordert. Eine Unterwertung kann zwar für viele sehr verderblich gewesen sein, aber wenn sie erkannt wird, ist sie leicht zu corrigieren. Nun bin ich der Ansicht (wie schon oben dargelegt), dass Überwertungen innerhalb bescheidener Grenzen nicht schädlich sind, ja vielleicht den Nutzen mit sich bringen, dass das Papier aufhört, Speculationspapier zu werden, indem die einsichtigen Leute sich sagen müssen, an dem Papier ist nichts zu gewinnen, da eine Preissteigerung unwahrscheinlich ist, und damit das Geschäft überhaupt stille steht.

Speculationen wie die vorgenannten sind noch relativ einfache: Hand in Hand damit können Gründungen, Fusionen, Liquidationen etc. gehen, u. zw. theilweise den Köpfen derselben Leute entspringend, theilweise auch als Ausbeutung der durch die Speculationen geschaffenen Conjunctur.

Wenn wir diese ganze Operation nach ihrer moralischen Seite betrachten, so kann man gar nichts anstößiger finden. Die Coulisse spielt bei der ganzen Operation gleichsam die Rolle eines Wärmeapparates, eines Reservoirs, sie erhält die Course so lange, bis das Privatpublicum (die Capitalisten) imstande ist, neue Papiermassen aufzunehmen, nachdem sie die jüngst aufgenommenen verdaut hat; ihre Rolle ist also auch hier eine sehr ersprießliche und ihr Gewinn berechtigt gleich dem des Speculantenconsortiums. —

An der Börse sind wie in jeder menschlichen Association gescheidte und dumme, entschlossene und zaghafte Leute. Auch hier gibt es Führer und Gefährte, welch letztere an die Stelle der natürlichen ruhigen Vernunft blindlings dem zeitig führenden Speculanten vertrauen: dies ist freilich zu beklagen, und es ist wünschenswert, dass nur solche Leute an der Börse

operieren, welche soviel Verstand haben, eine *Fata Morgana* von einem ernsten Geschäfte zu unterscheiden.

Die Leistungen der großen (wirklichen) Speculanten werden viel zu wenig gewürdigt; man beneidet sie in guten Tagen und spricht verächtlich von ihnen, wenn sie zugrunde gehen. Dies ist — *mutatis mutandis* — gerade so falsch, als ob man von großen Staatsmännern und Feldherren nur die Schwächen hervorheben wollte, nur ihre Niederlagen erwähnte, nicht aber ihrer genialen politischen und Waffenthaten gedächte: manchem Menschen ließ die Nachwelt Gerechtigkeit angedeihen, so dem Law, den man heute „berühmt" nennt, früher berüchtigt. Bontoux war ein genialer Mensch und hatte große Erfolge, aber seine Idee, die geistige Macht des Clerus auf finanziell neu gekräftigter Basis zu mittelalterlicher Höhe zu bringen, war eben so unausführbar wie das Weltreich Napoleons. [1])

Man spricht von „großen" und „kleinen" Speculanten, welch letztere man oft Spieler *(jobbers)* nennt; groß und klein scheidet man hiebei nach dem Vermögen, was evident falsch ist; der große Speculant ist ein genialer Mensch, der kleine ein schlichter Kopf, der auf Grund irgend welcher Combinationen kauft und den Cours eines Papieres von 130 auf 131 bringt, wobei letzterer Millionär, ersterer nur mäßig wohlhabend sein kann.

Diejenigen, welche man gemeiniglich an unseren Börsen als Speculanten bezeichnet, gehören zur letzteren Kategorie; der Name „Spieler" ist aber unpassend.

An der Börse werden außer Prämien- und Schiebungsgeschäften stets nur „Käufe" und „Verkäufe" geschlossen; es kann sein, dass ein Geschäft wirtschaftlich sich so darstellt wie eine Wette auf einen Outsider beim Totalisator, oder fast noch kopfloser ist: es bleibt ein Kauf, resp. Verkauf. Dieser allgemeine Satz gilt selbstverständlich auch für die Geschäfte der Coulissiers, der Speculanten. Gerade weil sich die Geschäfte dieser Personen vorwiegend als Termingeschäfte darstellen, weil gerade diese Geschäfte meistens nicht durch Lieferung oder Zahlung, sondern durch Differenzzahlung erfüllt werden, ferner weil man gerade die Geschäfte der Speculanten für moralisch

---

[1]) Bontoux ist bekanntlich der Held des glänzenden Romanes „L'argent" (von Zola), welcher eine geradezu meisterhafte Schilderung des Börsewesens enthält.

verwerflich, für aleatorische Contracte hält, will man alle Termingeschäfte abschaffen. Um zu dieser Frage entsprechend Stellung nehmen zu können, ist es nothwendig, sich zunächst mit den wirtschaftlichen Functionen des Termingeschäftes vertraut zu machen, seine vermeintlichen oder wirklichen Vor- und Nachtheile zu beleuchten. Was wir als **Vor- und Nachtheil des Terminhandels** finden werden, ist auch zugleich ein Vor- und Nachtheil des Börsehandels, der Börse selbst.

Zunächst wird behauptet, der Terminhandel bewahre vor großen Preisschwankungen und reduciere dieselben, wenn sie durch äußere Einflüsse auftreten sollten, auf ein Minimum. Gustav Cohn sagt sehr schön [1] „. . . findet ein beständiges Wellengekräusel statt, beständige kleine Schwankungen, die eben das Mittel sind, um die großen Stöße und Schwankungen zu beseitigen.“ Gerade diese Function wird seit sehr langer Zeit von allen Schriftstellern und Praktikern betont; Bachmann hat nun auf Grund von Tabellen nachzuweisen versucht, dass der Terminhandel die Schwankungen vermehre, indem die Schwankungen beim Cassahandel in denselben Effecten bei den letzten großen Krisen viel weniger häufig und geringer gewesen seien; nun, dagegen wäre zu bemerken, dass, wenn ein Effect Object des Terminhandels ist, es in viel mehr und in viel schwächeren Händen ist, was in normalen Zeiten zu begrüßen, in krisenhaften, die aber doch nur selten vorkommen, zu bedauern ist; dann wird z. B. in der D. B. E. vom Sachverständigen Bamberger mitgetheilt, dass im Jahre 1873 an einem Tage durch Zusammenfluss von Verkaufsordres der Cours von Discontocommanditactien um 50 % fiel, trotzdem damals in diesem Papiere kein Ultimohandel stattfand. [2] Man müsste zunächst zwei Krisen mitmachen, in der dieselben Papiere einmal Cassawerte, einmal Terminwerte sind, und sehen, wie sich

---

[1]) D. B. E. P., pag. 3527.

[2]) Ich habe durch mehrere Monate des Jahres 1898 im Berliner Courszettel die Bewegungen einer Reihe von Cassen- und Terminwerten verfolgt und fand, dass die Schwankungen bei den Cassawerten häufiger vorkamen als bei den Terminwerten, dagegen milder waren. Das Jahr 1898 war freilich ein ziemlich ruhiges Jahr.

In Wien sind solche Untersuchungen schwer möglich, weil wir ein erkennbares Cassageschäft im Gegensatz zum Termingeschäft nicht haben.

dieselben halten; außerdem, und dies verkennt Bachmann nicht, geht die Steigerung, resp. der Coursfall in erster Linie aus der verschiedenen Entwicklung der Actienunternehmen selbst hervor.[1])

Es muss zugestanden werden, dass gerade auf dem Wege des Terminhandels sehr scharf auf den Cours eines Papieres eingewirkt werden kann, und dies hat seine großen Gefahren. Auch kann der Terminhandel natürlich nicht verhindern, dass solche Schwankungen überhaupt entstehen, denn dazu müsste man die Elemente ausschalten, welche diese hervorrufen, kurz, die ganze reale Welt!

Im gewöhnlichen Lauf der Dinge gibt es ja kein Gut, welches auf die Länge der Zeit genau in demselben Grade von Häufigkeit ausgeboten und verlangt wird, und folglich gibt es auch keines, das nicht zufälligen und zeitweisen Preisveränderungen unterworfen ist.

Es scheint ganz unberechtigt, wenn Wolf schreibt[2]): „Keine Behauptung ist gewagter als die, dass die Speculation an der Börse für eine richtigere Bewertung der Wertpapiere wirke," welcher Bemerkung Bachmann vollinhaltlich zustimmt, indem er sagt, „dass mit Eröffnung des Terminhandels in einem Papier auch dessen dauernde falsche Bewertung beginne, da doch wohl der Speculationswert ein reeller nicht genannt werden kann!" Bachmann denkt unpraktisch und unbörsenmäßig. Ich habe früher die Schwierigkeit nachgewiesen, den „objectiven" Wert eines Effects zu bestimmen, und habe dies als unmöglich hingestellt. Wenn ich sage, für mein Geld muss ich bei den heutigen Zinsfußverhältnissen so viel Percent Zinsen haben, ich zahle nur so viel für ein 4%iges Papier, so muss ich eine Rente oder eine Priorität kaufen, deren Preis und Wert per ultimo kaum anders sein wird als heute; wenn ich aber Effecten erwerbe, welche eine große Chance haben, so kann ich keinen objectiven Maximalwert und keinen höchsten „entsprechenden" Cours fixieren; ich bin schlimmer daran als bei Losen, wo es mir gelingt, mit Hilfe der Wahrscheinlichkeitsrechnung den wahren Wert zu berechnen. Es ist hier der Terminpreis noch der beste Ausweg, indem dieser die guten und die widrigen Gestaltungen abzuwägen sucht.

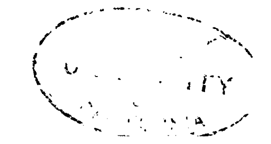
---

[1]) Die Tabellen des Berichtes der D. B. E. C. sind wirklich etwas bedenklich.

[2]) pag. 98.

Nothwendigerweise Termingeschäfte sind die sogenannten Prämiengeschäfte oder, wie ich sie nach dem Beispiele Roschers nenne, die „Geschäfte mit beschränktem Risico“, d. h. jene besonders gearteten Verträge, durch welche man sich berechtigt, resp. verpflichtet, nach Ablauf gewisser Zeit entweder ein Geschäft abzuschließen oder auch nicht, oder in der Art des Geschäftes eine Modification eintreten zu lassen. (Näheres im 4. Abschnitt.) Dieselben sind keineswegs immer Speculationsgeschäfte, und wenn sie es sind, kann man von ihnen das Wort Gschwindts (pag. 24) anwenden: „man speculiert, um nicht zu speculieren.“

Von einschneidender Bedeutung ist das Termingeschäft, um den Markt aufnahmsfähig zu machen für neue Emissionen; so viel Bargeld und Zutrauen, um ein Papier wirklich zu beziehen, ist selten vorhanden, und würden bei Creditkäufen die Erwerber sich dann oft genöthigt sehen, Papiere nach kurzer Zeit mit Verlust oder ohne Gewinn abzustoßen, um sich Barfonds zu verschaffen. Man muss sich beim Erscheinen eines neuen Papieres, wenn nur ein geringer Theil gezeichnet wurde oder eine Emission ohne Subscription stattfindet, den Vorgang so denken: Ein Theil der Papiere bleibt in den Cassen der Emissionsinstitute und in denen von deren Geschäftsfreunden; ein Theil wird an der Börse gehandelt und ein anderer den Committenten der betreffenden Bank zu einem fixen Course angeboten; manche kaufen das Papier als Capitalsanlage, manche, um es ehebaldigst mit geringem Gewinn zu veräußern. Bank- und Commissionshäuser kaufen kleine Vorräthe, und der Rest wird von den Speculanten gekauft und verkauft, und werden dadurch jene Fluctuationen erzielt, welche schon wiederholt geschildert wurden. Bei jeder Liquidation verschwinden beim Capitalisten einige Schlüsse, andererseits kommen bei steigenden Coursen die Papiere derer, die kauften, um bald zu verkaufen, heraus. Wenn nun das ausgegebene Material sich in festen Händen befindet und das Emissionsinstitut sieht, dass neue Nahrung vertragen wird, um die Speculation aufrecht zu erhalten, wirft es den Rest in größeren und kleineren Partien auf den Markt. Nun beginnt langsam wieder der vorhin geschilderte Verdauungsprocess, bis ein immer größerer Theil der Papiere in den Cassen der Capitalisten placiert, das Papier



„classiert“ ist; doch können dann noch manche Jahre hindurch die Geschäfte in wenig oder gar nicht verminderter Lebhaftigkeit fortgesetzt werden, wobei die Effectivlieferungen und Effectivzahlungen immer seltener werden, bis das Papier so schwer wird, dass die Coulisse sich nicht mehr daran wagt, wie es bei vielen Papieren, die ehemals Spielpapiere waren, heute der Fall ist, oder es kommt zu einer starken Hausse mit folgender Schwänze *(étranglement)*, wobei dann die Besitzer den Lieferungspflichtigen die Preise dictieren, die Papiere abstoßen und so bewirken, dass neuerlich größere Massen des Papiers flottant werden, was freilich oft gegen das Interesse der Capitalisten ist, weshalb diese schon oft vor dem Höhepunkte abgeben und so indirect eine Erschütterung des Marktes und eine Entwertung ihrer Papiere vermeiden. Dies gilt wohl auch von Staatspapieren, wenn auch nicht in dem Maße, denn die Zeiten, wo man in österreichisch-ungarischen und in amerikanischen Werten, namentlich in Frankfurt, auf diese Weise operiert hat, ist glücklicherweise vorüber, ja mexikanische und italienische Anlehen haben schon ihren sicheren Abnehmer und werden rasch absorbiert und nur mehr bulgarische, argentinische, portugiesische und spanische Anlehen werden auf diese Weise placiert, nachdem sie freilich manchmal blutige Spuren auf dem Wege hinterlassen.

Dieser Process ist namentlich in Österreich mit seinem merkwürdigen, größtentheils kurzfristigen Termingeschäft wichtig, denn dadurch wiederholt sich bei jeder Liquidation der Abstoßungsprocess. In Deutschland wird ein neu emittiertes Papier heute schwer zum Terminhandel zugelassen. Es erscheint zweifellos, dass das Termingeschäft die Emissionsthätigkeit merklich erleichtert, was auch von der deutschen Börsenenquête und von Lexis betont wird.

Die eminente Bedeutung der Termingeschäfte wird erst recht klar, wenn man das Arbitragegeschäft berücksichtigt. Wenn man die Courszettel von Frankfurt, Wien und Berlin ansieht, so wird man finden, dass dasselbe Papier an den drei Orten verschieden steht, d. h. Variationen von mehr oder minderer Größe vorhanden sind, z. B. in Wien stehen Creditactien 360, in Frankfurt 359·75, in Berlin 359·50 — wenn es mir gelingt, in Berlin zu kaufen und in Wien zu verkaufen, habe

ich offensichtlich Gewinn; doch ist dieses Geschäft sehr schwer, denn der Cours schwankt oft von Viertelstunde zu Viertelstunde auf beiden Plätzen, — und wenn der Banquier A um 1 Uhr die Depesche bekommt „Creditactien 359·50“ — darauf in Berlin kaufen lässt, so kann leicht der Cours schon 359·60 sein, und hier muss er vielleicht um 359·90 verkaufen — rechnet man dann die Telegrammkosten, Provision etc., so kann der Gewinn auf Null zusammenschrumpfen, ja die Operation verlustreich werden. Noch complicierter ist der Vorgang, wenn ich z. B. die Differenz zwischen Frankfurt und Berlin ausnützen will; die Kosten sind noch bedeutender, und wenn der Speculant die zwei Depeschen abgeschickt hat, dann ist seine ganze Thätigkeit zu Ende, während er bei der Operation an seiner und einer ausländischen Börse wenigstens an seiner Börse die wechselnden Momente ausnützen kann. Deshalb ist es ganz richtig, wenn man sich mit jemandem verbindet, der selbst an dem erwarteten Endgewinne participiert, ein sogenanntes Metàgeschäft abschließt, worunter man in der Handelssprache Geschäfte versteht, die auf gemeinsame Rechnung (à conto meta) betrieben werden. Heute bei den Telegraphen- und Telephonverbindungen ist das Geschäft, welches einst sehr blühend war, wesentlich eingeschränkt und erschwert, nachdem jeder Nachrichten erhält; es gehört also große Gewandtheit, Ruhe und Scharfblick dazu, um solche Operationen auszuführen. Chef eines Arbitragehauses kann nur ein sehr gescheidter Mensch sein. Um eine solche Operation durchführen zu können, genügt nicht nur die Kenntnis des einzelnen Courses, sondern auch aller die Börselage beeinflussenden Momente; wenn in Wien an einem „festen“ Börsetage Creditactien 360 stehen, in Frankfurt an einem „flauen“ 359·50 und die respective Gestaltung des Marktes nur locale Gründe hat, dann muss der Speculant mit keinem Steigen in Frankfurt rechnen und kann deshalb kaufen, mit keinem Fallen in Wien und kann deshalb verkaufen. Das Wesen der Arbitrage ist, aus örtlichen Preisdifferenzen Nutzen zu ziehen.

Für die Berechnung besteht ein für den Praktiker und Theoretiker gleich interessantes Buch: Arbitrages et Parités von Ottomar Haupt.[1])

[1]) Einen etwas anderen, weiteren Begriff des Arbitragegeschäftes stellt Grün-

Doch genügt es keineswegs, dass ich an einem Orte kaufe, an einem anderen verkaufe; ich muss vor Abschluss des Geschäftes daran denken, wie es erfüllt wird. Es muss auch darauf Rücksicht genommen werden, wie die Ausgleichung der Differenzen erfolgt; denn bei ungünstigem Valutastand müsste Verschickung erfolgen, und damit wären Portospesen, Assecuranzkosten, Verlust der Effectenstempel und Zinsenentgang verbunden. Man wird also selbstverständlich nicht nur sich die Effecten sichern, sondern auch die Valuta, u. zw. durch Käufe von Devisen; gerade hier ist es sehr vortheilhaft, die Geschäfte per ultimo zu schließen, da auf diesen Zeitpunkt gewöhnlich viel Wechsel laufen; selbstverständlich muss ich, wenn ich mit Coursen rechne, welche auf verschiedene Währung lauten, den Valutastand schon von allem Anfang an berücksichtigen, und nur wenn sowohl Valutastand wie der theilweise durch diesen bedingten Coursstand günstig sind, werde ich das Arbitragegeschäft unternehmen; so groß, dass ich auf die Deckung durch Ankauf von Devisen verzichten kann, ist die „Avance" und damit die Gewinnstchance nie; es handelt sich um Ausnützung von ganz minimalen Differenzen. Man sieht also, ein wie schwieriges Geschäft die Arbitragespeculation ist; schon die Grundlage derselben, die Valuten- und Devisenberechnung erfordert große Übung und Gewandtheit.

Es ist ganz natürlich, dass, wenn z. B. Österreich mehr Zahlungen an England zu leisten hat als England an Österreich, die Nachfrage nach auf London gestellten Wechseln steigt; die Devise London wird theurer, nun kann es wieder zu Arbitragegeschäften kommen, d. h. es können die Londoner Wechsel, welche in Berlin billiger erhältlich sind, in Berlin gekauft und in Wien verkauft werden, wodurch ein Gewinn für den Arbitrageur entsteht. Freilich kann eine solche Operation nicht oft vorgenommen werden, denn die Nachfrage bewirkt sicherlich rasches Steigen in Berlin.

Es ist in der Handelswelt ziemlich allgemein üblich, die Wechsel auf medio oder Anfang eines Monates fällig zu stellen, und wenn ich im Auslande zahlbare Wechsel (Devisen)

---

hut auf, indem er sagt, dasselbe bestehe darin, dass verschiedene Effecten trotz desselben Wertes nicht ganz gleich stehen und ich eines verkaufe, das andere kaufe (z. B. Jännerrente und Mairente differieren um 10 — 20 kr. per 100 fl.).

als Zahlungsmittel für die Verbindlichkeiten aus Börsegeschäften verwenden will, dann müssen eben Fälligkeitstag der Devisen und der Geschäfte zusammenfallen, und dazu ist ein Termingeschäft — per ultimo oder per medio geschlossen — am geeignetsten; und auch wenn das Geschäft nicht durch Devisen gedeckt wird, sondern directe Versendung erfolgt, ist es sehr nöthig, einen festen, hinausliegenden Tag zugrunde zu legen, schon wegen der zum Senden benöthigten Zeit. Auch in New-York wird, sofern es sich um Geschäfte mit Europa handelt, eine 15- („sellers 15"), 20-, ja 30tägige Lieferung ausgemacht.

Es kann nun leicht vorkommen, dass am Erfüllungstage jemand infolge der gänzlich unerwarteten Änderung in der Conjunctur nicht oder nur schwer in der Lage wäre, seine Verbindlichkeiten zu erfüllen; seine eigenen Kräfte erlahmen, er muss zum Credit seine Zuflucht nehmen und gleichzeitig die Erfüllung des Geschäftes hinausschieben. Die dazu dienenden Geschäfte nennt man Schiebungsgeschäfte, und das wichtigste Schiebungsgeschäft ist das Reportgeschäft (Déportgeschäft); die juristische Natur desselben ist hier nicht zu erörtern; es ersetzt wirtschaftlich das Darlehen, die Leihe, die Miete. Roscher sagt[1]): „Report ist die Miete für die Stundung von Kaufschillingen, Déport die Miete für die Erlaubnis, versprochene Papiere noch nicht abzuliefern." Also „Report", wenn jemand Geld braucht, „Déport", wenn er Papiere braucht. Das Geschäft hat manche Sonderheiten, die den oben erwähnten Geschäften fehlen: Der creditierte Gegenstand wird Eigenthum des Gegencontrahenten u. a. Besonders wichtig ist für die Capitalisten, dass das Reportgeschäft eine ergiebige Zinsenquelle ist mit relativ geringem Risico; nur in bewegten Zeiten kann es gefährlich werden, indem dann der Preis des Papieres oft erheblich unter den „Übernahmspreis" sinkt, der Reportierte leicht aller Mittel entblößt sein kann und der Reporteur beim executiven Verkauf die gegebene Summe nicht erhält. Das Reportgeschäft ist ein wichtiges Hilfsgeschäft der Speculation, und da sich diese meistens in die Form des Zeitgeschäftes kleidet, auch ein wichtiges Begleitgeschäft desselben. Doch wird in New-York, wo eigentlich nur Cassageschäfte

[1]) Finanzwissenschaft. 3. Aufl., pag. 671.

geschlossen werden, auch geschoben, und zwar von Tag zu Tag gegen ganz enorm hohe Vergütung. (Näheres im 4. Abschnitt unter „Schiebungsgeschäfte“.)

Als ein Nachtheil der Termingeschäfte wurde seitens einzelner Personen in der D. B. E. hervorgehoben, dass dadurch leicht Beamte und Arbeiter zu Forderungen nach Lohnerhöhungen und anderen Verbesserungen ihrer Lage veranlasst werden können. Dies ist sicher falsch. Richtig ist nur, dass die Börsenotiz den Arbeitern einen Maßstab gibt, wie es mit dem Unternehmen steht; und dass bei guter Lage die Anforderungen steigen, ist begreiflich. Dieses Übel muss aber mit in den Kauf genommen werden, und schließlich hat diese Öffentlichkeit, in der sich das Unternehmen zeigt, auch oft gewissen Wert, wenn nämlich die Arbeitsbedingungen im Verhältnis zur glänzenden Lage des Unternehmens recht ungünstige sind. Die Anschauung Bachmanns, dass uncorrecte Schwankungen uncorrecten Einfluss auf die Lohnfrage nehmen können, ist übertrieben.

Während die meisten von mir bis jetzt erörterten Fragen bezüglich der Vortheile und Nachtheile der Termingeschäfte heiß umstritten sind, herrscht darüber, dass die Termingeschäfte das einzige Mittel sind, um sich günstige Valutenpreise zu sichern, kein Streit. Wenn jemand Getreide importiert, z. B. von Österreich nach Deutschland, so gibt es selbst bei der heute in gewissem Sinne stabilisierten Valuta kein anderes Mittel für den deutschen Kaufmann, als sich den Guldencours durch ein Termingeschäft mit möglichst hinausgeschobenem Lieferungstermin zu sichern; ebenso geht es dem bayrischen Bierbrauer bei Sicherung des Hopfenpreises. Der betreffende, welcher die Ware eingekauft hat, weiß dann, ich muss so und so viel für das Rohproduct zahlen, und hat eine sichere Grundlage für seinen Calcul beim Verkaufe.

Nun sind aber die finanziellen Verpflichtungen, welche durch Export und Import geschaffen werden, sehr zahlreich. Die Verschiedenheit der Währungssysteme ist sehr groß, und die Größe der durch die damit verbundenen Schwankungen drohenden Verlustgefahr und das Gefühl der Unsicherheit bringen es mit sich, dass ein solches Mittel, wie es das Termingeschäft ist, sehr freudig begrüßt wird.

Wie groß eigentlich der Devisenumsatz ist, wie viel Bargeld verschickt wird, und in welcher Weise Effecten zum Ausgleich von Verbindlichkeiten benützt werden, dafür haben wir leider nur ganz schwache Anhaltspunkte, und dies sind auch schwere Lücken unserer Zahlungs- und Handelsbilanz.[1])

Das Termingeschäft ist sehr nützlich, wenn ich mir für ultimo December einen Posten bestimmter Papiere sichern will; mein Banquier würde mir zweifelsohne auch den Kaufpreis im Contocorrentverkehre creditieren; ich will aber keine Contocorrentzinsen zahlen.[2]) Ich kann durch das Termingeschäft mir die Effecten zu einem günstigen Course sichern; Ende des Monates geht das Geld ein, ich erlege es bei meinem Banquier, und dieser bezieht für mich die Effecten. Das ist also eine Operation, wie sie der vernünftige, praktische Vermögensverwalter vornehmen kann, ja soll.

Nicht minder praktisch ist ein Termingeschäft in folgendem Fall: ich weiß, ich bedarf zu ultimo einer Barsumme, und bin entschlossen, zu diesem Behufe Wertpapiere zu verkaufen; heute am 5. ist die Börse z. B. flau, der Cassa-Cours der betreffenden Papiere ist gegen den Vortag um $^1/_2\%$ gefallen, während die Ultimocourse sich noch auf demselben Niveau behaupten. Ich gebe also Verkaufordre und weiß genau, wie viel ich erlösen werde. Die Zeiten der größeren Einnahmen (der Bezug der Gehalte, Löhne, Provisionen, Incassi) und der größeren Ausgaben (Wohnungsmiete, Zahlung von Monats-, Halbjahres- und Jahresrechnungen) und auch die Liquidationstermine der Börsen concentrieren sich ja zu Ultimo.

Mit der Übernahme, Ablieferung und Bezahlung der Effecten ist eine große Menge Arbeit verbunden, und es wäre eine Vergeudung der Kräfte, täglich zur Regulierung zu schreiten, selbst wenn, was ich zugeben will, die tägliche Regulierung rigoroseres Vorgehen ermöglichte. Das Termingeschäft concentriert den Geschäftsverkehr; namentlich dadurch wird es möglich, die Barzahlungen und directen Effectenliefe-

---

[1]) Diese hochwichtigen Fragen konnten hier nur gestreift werden.

[2]) Daran vergisst Bachmann ganz, wenn er pag. 57 sagt, die Vorlage des Capitals würde dem betreffenden bei seinem Banquier keine Schwierigkeiten bereiten; der *bonus pater familias* rechnet mit Zinsen und Zinseszinsen, der Speculant denkt an mächtige Coursgewinne!

rungen einzuschränken. Das Termingeschäft ist die Form, um den durch die räumliche Distanz geschaffenen Bedürfnissen zu genügen. Auf der Börse sollen keine Krämer sein, welche nur ein heute, oder höchstens ein morgen übersehen können, sondern Geschäftsleute, welche einen genügend weiten Blick haben, um auf weit hinausliegende Zeitpunkte Geschäfte zu schließen.

Das Effectengeschäft internationalisiert sich ja immer mehr und mehr, denn der Effectenbesitz ist der einzige Besitz, welcher es uns jederzeit ermöglicht, eine ganz genaue Bilanz zu machen; ich kann argentinische, mexikanische Staatspapiere, afrikanische Goldshares besitzen; ein Blick auf den Londoner Courszettel sagt mir ihren augenblicklichen Wert; mit einigen Zeilen kann ich diesen Besitz abstoßen und eine andere Capitalsanlage aufsuchen; das ist eben nur bei Effecten möglich. Unsere Welthäuser haben ihre industriellen Etablissements oft in allen Culturstaaten; wie schwer fällt es da, Klarheit über den Vermögensstand zu gewinnen, oder wie gebunden ist der Besitz von Realitäten im Auslande.

Der fallende Zinsfuß, das starke Geldbedürfnis mancher Staaten, specielle Interessen einzelner haben den Effectenverkehr internationalisiert, und um erfolgreich arbeiten zu können, bedarf man der Zeit und der Überlegung; der alte Volksspruch: „gut Ding braucht Weile“ gilt auch für die Effectenoperationen; und jene Geschäftsform, welche diesem Verlangen am meisten Genüge leistet und dabei rasch und schneidig wirkt, ist das Termingeschäft. —

Diese mannigfaltigen Beziehungen zwischen den einzelnen Staaten haben einen internationalen Börsenverkehr geschaffen. Gerade die Rücksicht auf diese internationalen Verhältnisse darf bei Reformen des Börserechtes nie außeracht gelassen werden; und ich glaube, dass gerade hier ein wichtiger Angriffspunkt für das internationale Verwaltungsrecht und das internationale Privatrecht sein wird; Ehrenberg ist es, der (schon 1883) in einer internationalen Börsegesetzgebung eines der wichtigsten Mittel zur Bekämpfung vieler mit der Fondsspeculation verbundenen Missbräuche sieht. [1])

[1]) Vgl. ferner M. Wahl, *Journ. intern. de droit privé 1898: Les marchés se sont internationalisés, les codes anciens n'ayant pas prévu les jeux de bourse, on a du leur imposer les règles édictées pour la généralité des jeux.*

In den Büchern der Banken und Capitalisten gibt es keine Grenzpfähle — diese variieren das alte Wort: *„ubi bene est, ibi patria“* — mit „wo gute Zinsen zu holen sind, da lege ich mein Geld an“[1]); die österreichischen Papiere sind in Holland und Süddeutschland, die bulgarischen und serbischen Werte sind bei uns placiert; gerade österreichische Papiere, die aber mit französischem Capital geschaffen worden sind, circulieren in der ganzen Welt (Südbahn- und Staatsbahnactien), eine Wiener Bank hat ihre Filiale in Paris, englisches Capital hat in Wien viele industrielle Gesellschaften ins Leben gerufen; trotz der „Revanche-Idee“ kaufen die Franzosen preußische Consols! Und die Rücksicht auf diesen internationalen Markt zwingt Staaten und Gesellschaften, ihr Verhalten strenge zu controlieren. Ein Staat ist oft mit Rücksicht auf seine Gläubiger in einem anderen Staat zu conciliantem Vorgehen gegen diesen gezwungen. Es ist ein trauriges Capitel österreichischer Finanzgeschichte, dass 1868 die österreichichen Effecten einfach vom Courszettel der Londoner Börse gestrichen wurden als Antwort auf die Couponkürzung! Und manche Actiengesellschaften wissen davon zu erzählen, wie es ihren Actien ergangen ist, als Gerüchte von unsauberen Transactionen in die Öffentlichkeit drangen, und es ist ganz gut, dass die Börse als eine Art Tribunal da wacht. Nur muss dies in würdiger Weise geschehen, und eine solche Boycottierung eines Papiers und eine Discreditierung einer Actiengesellschaft darf nicht etwa eine Mache einiger Speculanten sein, die dabei im trüben fischen wollen. Deshalb ist namentlich hier die Haltung der Presse wichtig, und so sehr ich einer offenen, ungeschminkten Darstellung der Wahrheit das Wort rede, so wenig billige ich die Art und Weise, wie manche Blätter derartige Ereignisse besprechen und dadurch eine *„chronique scandaleuse financière“* schaffen, wobei dann noch oft gehässige Angriffe gegen einzelne Personen im Vordergrund stehen. Dabei ist zu bedenken, dass derlei Dinge ja nicht *interna* des Landes bleiben, sondern in den nächsten 24 Stunden bereits im Börsetheile der ausländischen Zeitungen stehen und den Staat compromittieren

[1]) Ohne dass ich etwa damit diesen Personen den fürchterlichen Vorwurf machen wollte, sie seien unpatriotisch. In den Tagen der Gefahr des Staates gilt dieses Princip nicht, wie leuchtende Beispiele zeigen.

können; man denke nur an die Affairen der Panamagesellschaft und des Comptoir D'Escompte, an die italienischen Bankverhältnisse![1]) —

Um nach dieser kleinen Abschweifung zur Erörterung des Terminhandels zurückzukehren, will ich betonen, dass derselbe nach meiner Ansicht entschieden ein wirtschaftliches Bedürfnis erfüllt, und wiederholen, dass mit demselben folgende Vortheile verbunden sind: Erleichterung des Emissionswesens, Möglichkeit sich günstige Course zum Kauf und Verkauf zu sichern, leichtere Durchführung von internationalen Operationen, von Arbitrage- und Devisengeschäften, ferner Regulierung der Preise in normalen und anormalen Zeiten, und schließlich größtmöglichste Concentration des Geschäftes auf einen Zeitpunkt, wobei eine gewisse Garantie geboten ist, dass durch die vielen auf einen Zeitpunkt abgestellten Geschäfte eine richtige Bewertung entstehe und die vielfachen nothwendigerweise Schwankungen hervorrufenden Einflüsse der augenblicklichen Marktgestaltung unberücksichtigt bleiben.

Stehen diesen Vortheilen nicht auch Nachtheile gegenüber? Die B. E. C. beschäftigte sich (Frage 4)[2]) damit recht eingehend und kam zum Resultate[3]), dass das Termingeschäft an sich eine preisausgleichende Wirkung hervorzubringen vermöge; freilich erklärte sie mit weitaus überwiegender Majorität, dass das Termingeschäft geeigneter sei, weite Kreise zum Börsespiel zu verführen als das Cassageschäft in seiner jetzigen Gestalt, ferner dass Einsperrungen und Schwänzen theoretisch möglich, jedoch bis jetzt an den Effectenbörsen relativ selten zutage getreten seien.

Ich füge diesen Ausführungen noch hinzu, dass das Termingeschäft eher dazu benützt werden kann, gewaltsam auf den Preis einzuwirken, als das Cassageschäft. Denn wenn jemand bei einem Cassakaufe abnormale Preise bietet oder fordert, ver-

---

[1]) Vgl. Wolf, pag. 32: „Die Schädigung des Rufes von Land und Volk im Auslande."

[2]) Sind mit dem Terminhandel Nachtheile (heftige Preisschwankungen, Schwänzen, Einsperrung und Festlegung von Vorräthen, Verführung des Publicums zum Börsespiel u. dgl. mehr) verbunden?

[3]) Berathungs-Protokolle, pag. 157.

liert er entweder, oder man ignoriert den Betreffenden; beim Termingeschäft kann namentlich ein angesehener Speculant leicht viele blenden, indem diese denken: „Der A kauft so hoch, gewiss weiß er etwas, was wir erst in 8 Tagen wissen," dann auch kaufen, und zwar das Material, welches A abgeben lässt.

Auch kann nicht geleugnet werden, dass beim Terminhandel eigentlich erst zum Liquidationstermin oder ganz kurz vorher die Lage klar übersehen werden kann, der Terminhandel also die Marktlage verschleiert.

Die Bedeutung der Schwänzen (*étranglements, corners*) halte ich für sehr gering und kommen dieselben nur ab und zu vor. In der Möglichkeit, dass solche eintreten können, eine wirkliche Gefahr zu erblicken, ist eine starke Übertreibung.

Wenn man also die Argumente pro und contra abwägt, so muss man den Terminhandel für entschieden vortheilhaft halten.

Man bekämpft ihn, wenigstens im Effectenverkehr, ja auch weniger um seiner selbst willen als darum, weil er die Form sein soll, um Differenzgeschäfte zu ermöglichen und damit ein Börsespiel zu schaffen, welches für weite Kreise verderblich ist.

Man unterscheidet „echte" und „unechte" Differenzgeschäfte. Unter den echten (wirklichen) Differenzgeschäften versteht man jene Geschäfte, welche nicht durch thatsächliches Geben, Nehmen und Zahlen erfüllt werden dürfen, sondern durch Entrichtung des Unterschiedes, welcher sich aus der Differenz des bedungenen Preises mit dem Börsenpreise am Stichtage ergibt; es muss das Geben, Nehmen und Zahlen ausgeschlossen sein. Ein solcher Vertrag wäre ein aleatorisches Geschäft, welches man ganz gut mit dem Namen „Differenzgeschäft" belegen kann; solche gibt es aber wohl nur wenige in der Praxis.

Nur eine ungründliche, oberflächliche Betrachtung des thatsächlich bestehenden Geschäftsverkehrs hat die Ansicht zutage gefördert, dass an unseren Börsen die meisten Geschäfte (unechte) „Differenzgeschäfte" seien. Man sieht viele Abschlüsse und nur sehr wenig Lieferungen, sehr wenig Kaufpreise zahlen, dafür ziemlich zahlreiche Differenzzahlungen; also an der Börse werden Differenzgeschäfte geschlossen! Nun

haben Grünhut und in sehr ausführlicher Weise unter detaillierter Darlegung des Arrangementmodus Weishut nachgewiesen, dass diese Anschauung grundfalsch ist, dass diese oben erwähnten Erscheinungen nur ein Ausfluss des Arrangementwesens sind, dass auf der Börse Effectenlieferung und Geldbewegung nöthig sind und alles das falsch ist, was von „Scheingeschäften", „Differenzgeschäften" etc. gesprochen wird. Mithin ist auch die ganze Judicatur, welche dem Einwand von „Spiel und Wette" stattgibt, auf falschen Prämissen aufgebaut. Diese erklärt das Geschäft des Commissionärs, selbst wenn er an der Börse abgeschlossen hat, sehr oft dem Committenten gegenüber als ein Differenzgeschäft, für einen klaglosen aleatorischen Contract, und infolgedessen kann unter gewissen Umständen der Committent sagen: Wir haben da ein aleatorisches Geschäft abgeschlossen, dieses ist ungiltig, ich zahle gar nichts. Diese Judicatur ist aber eine einfache Vergewaltigung des Rechtes, eine „Unrechtsprechung"; man will eben die Speculation einschränken, und dieser Zweck soll das Mittel heiligen. (Ausführlich ist diese vorwiegend juristische Frage im 4. Abschnitt behandelt.)

Man hat eine Reihe „Symptome" herausgesucht, an welchen man erkennen soll, ob es sich um eine ernste Speculation, eine Handelsoperation oder um ein Spiel (Agiotage) handelt, oder an welchen der Commissionär dies hätte erkennen müssen. Der ausgezeichnete Jurist Veit Simon sagt[1], bei der Speculation wird der Gewinn erst durch ein zweites von dem Speculanten vorzunehmendes Rechtsgeschäft ermittelt, während bei dem Spiel der Inhalt des Geschäfts alle Voraussetzungen für die Feststellung des Gewinnes oder Verlustes unabänderlich enthalten muss.

Lexis hat dagegen schon scharf betont, dass sich eine Grenze zwischen Spiel und Speculation nicht feststellen lasse, dass jede Speculation in gewissem Sinne Spiel ist, indem sie sich mit zukünftigen, ungewissen Momenten befasst. Die hier gewöhnlich angeführten Umstände, an welchen man erkennen soll, ob es sich um ein „unechtes Differenzgeschäft" oder um ein ernstes Geschäft handelt, sind für den in der Börseliteratur nicht ganz Unerfahrenen alte Bekannte.

---

[1]) Goldschmidt's Zeitschrift, Band 41.

Schon Jeanotte-Bozérian führt an: 1. den Umfang des Geschäfts im Verhältnis zum Vermögen der Partei; 2. eine gegebene angemessene Deckung; 3. die Parteien müssen die erkennbare Absicht ausdrücken, das Geschäft wirklich zu erfüllen; 4. der Kläger muss bona fide bezüglich der Operationen des Beklagten sein; 5. ob ein Theil effectiv geliefert worden ist. Dies sind Kriterien für das Vorhandensein der *„opération sérieuse"*; wenn dieselben fehlen, ist es eine *„opération fictive"*. Das deutsche Reichsgericht sieht noch auf die Art der Papiere, auf den Beruf des Auftraggebers, ob der betreffende viele derartige Geschäfte entriert, auf Kenntnis oder Unkenntnis des Wesens der Effecten und der Börsegeschäfte. Diese Symptome lassen sich leicht vermehren, versagen aber leider da am ehesten, wo man sie am meisten braucht.

Wenn man davon ausgeht, dass ein Termingeschäft einfach ein Vertrag ist, mittelst dessen der eine Theil sich verbindlich macht, dem anderen eine festgesetzte Menge vertretbarer Sachen an einem bestimmten Tag zu liefern (oder innerhalb einer bestimmten Frist), wogegen sich der andere verpflichtet, den dafür festgesetzten Preis zu zahlen; wenn man je zwei solche Termingeschäfte zu einer Operation zusammenfasst und diese ganzen Operationen überblickt und sieht, wie sie sich auflösen, so kann man doch nicht aus den Compensationen schließen, dies seien keine reellen Geschäfte, namentlich keine Käufe, Verkäufe. Ein solcher Schluss wäre etwa so thöricht, wie es der Schluss wäre, dass, weil in einem Clearing-Hause nicht alles gezahlt wird, sondern im clearingmäßigen Verkehre ausgeglichen wird, die Verbindlichkeiten nicht reelle sind.

Das Termingeschäft ist an sich also beinahe nie ein „Differenzgeschäft", und zum Börsespiel kann die Form das Privatpublicum aus dem einfachen Grunde nicht verleiten, weil das Privatpublicum beinahe nie Termingeschäfte macht. Weitaus die größte Zahl der Geschäfte des Privatpublicums geht in der Form vor sich, dass A schreibt: „Kaufen Sie für mich x Actien à 100"; — am nächsten Tage erhält A einen Brief: „In Ausführung Ihrer Ordre kaufen („berechnen!") wir 25 Stück x Actien mit 100, wofür wir Sie mit y fl. belasten ... und auf Stücke Conto erkennen"; hinter belasten kommt der Zusatz „val." (valuta) heutigen oder eines etwas

hinausliegenden Tages. Es erfolgt dann die Belastung im Contocorrent und nach einiger Zeit gewinn- oder verlustreiche Abwicklung; natürlich wird hiebei eine Caution gefordert. Ob nun der Commissionär sich per Cassa oder zum nächsten Arrangement deckt, hängt von den Umständen ab. Wenn es zur Execution des Committenten kommt, so geschieht dies meistens an den Liquidationsterminen, weil der Commissionär zu diesem Zeitpunkt Geld braucht und, wenn er nicht genügend Deckung erhält, zur Execution schreiten muss. Die Termine werden den Committenten gefährlich, nicht aber die Termingeschäfte.[1])

Man will die Termingeschäfte abschaffen und an ihre Stelle die Cassageschäfte setzen.

Frage 5 der D. B. E.[2]) wurde einstimmig dahin beantwortet, dass durch das Cassageschäft dieselben materiellen Effecte und Nachtheile herbeigeführt werden können wie durch das Termingeschäft. Die Folge wäre in der ersten Zeit ein bedeutend abgeschwächter Verkehr, infolgedessen würden die Preise leichter nach der einen oder der anderen Seite verschoben werden. Zunächst entstünden durch große Kauf- oder Verkaufordres regellose Preisbewegungen, denn der Verkehr würde der weiten Basis entbehren, es würde der Untergrund fehlen, welchen die zahlreichen Bewertungsgeschäfte der Speculation bilden.

Bald aber würde das Cassageschäft speculativen Zwecken dienstbar gemacht werden; in gewissen Fällen wäre es aus praktischen Rücksichten unmöglich, innerhalb ganz kurzer Zeit zu liefern; es würde ein ausgebildetes Prolongationswesen entstehen, der Verkehr wäre entschieden beschwerlicher und die vermeintlichen und wirklichen Gefahren des Terminhandels wären sofort wieder da, und die Gesetzgebung hätte durch das Verbot der Zeitgeschäfte nur eine Schlappe erlitten. Die Richtigkeit meiner Ausführungen beweisen die Vorgänge in

---

[1]) Reine Zeitgeschäfte machen jene, welche einem Coulissier „Commissionsaufträge“ geben; solche Winkelcommissionäre können nicht per Cassa kaufen, sie verlangen Deckung, operieren auf Zeit und übertragen dann den Effect des Geschäftes mehr weniger gemindert auf den Auftraggeber.

[2]) Würden diese Nachtheile gar nicht oder nur zum Theile entstehen, falls die betreffenden Artikel nur auf sofortige Lieferung (gegen Cassa) gehandelt würden?

New-York, wo es nur „Cassageschäfte“ auf heute *(cash prices)* oder auf den nächsten Tag *(spot prices)* gibt.

Speciell in Wien hatten wir die längste Zeit tägliche Regulierung; dies hat aber zu so traurigen Consequenzen geführt, dass man zum Cassageschäft mit dreitägiger Regulierung übergegangen ist, welches heute das Gros der Geschäfte umfasst; nur in einigen internationalen Papieren hat man das Termingeschäft eingeführt; ist deswegen die Wiener Börse besser als die Pariser oder die Berliner? Gewiss nicht! Es würde nur ein solches Cassageschäft wirklich in Betracht kommen, welches Zug um Zug zu erfüllen wäre, alles andere wäre wertlos — denn es fände entweder Creditierung von Geld oder von Effecten oder von beiden statt, und ein Verbot den Kaufpreis zu stunden, was allein der Speculation den Todesstoß versetzen würde, ist doch nicht denkbar.[1])

Eine Abschaffung des Zeit(Termin-)handels würde sicher nicht gleichzeitig an allen Börsen erfolgen. Wir würden also die betreffende Börse zunächst großer Vortheile berauben und es würden viele, namentlich das Großspeculantenthum an auswärtigen Börsen arbeiten[2]), die Courtagen etc. flößen den auswärtigen Banquiers zu, die Stempel dem fremden Fiscus und die kleinen Speculanten *(coulissiers)* würden *in fraudem legis agere* und sich andere Geschäftsformen zurechtlegen, welche dieselben unerwünschten Rückwirkungen auf die Allgemeinheit hätten, wie wir es in den letzten Jahren deutlich im Deutschen Reiche sahen.

Ich glaube also bewiesen zu haben, dass **der Terminhandel wirtschaftlich nützlich, ja beinahe nothwendig ist, und die Abschaffung desselben eine schwere Schädigung des gesammten Effectenhandels im Gefolge hätte.**

Da aber das Termingeschäft die Form ist, in welcher die

---

[1]) Bachmann betont pag. 104, dass dem Cassageschäft die bare Bezahlung eigenthümlich ist, nicht der kurze Lieferungstermin; „als Cassageschäft gilt im geschäftlichen Leben .... das kurzfällige Effectivgeschäft“. Das mag richtig sein, aber man muss es den Parteien überlassen, ob sie sich creditieren; ferner ist z. B. das Wiener Termingeschäft in den meisten Fällen ein kurzfälliges Effectivgeschäft. Warum fordert es nicht Barkäufe? Gänzlich verkannt wird das Wesen der Cassageschäfte von Baron.

[2]) Vgl. den Jahresbericht der Dresdener Bank pro 1898, wonach das in Deutschland heute schon theilweise der Fall sein soll.

meisten Operationen an der Börse abgeschlossen werden, so kann man daran auch die wirtschaftliche Bedeutung des Börseverkehrs messen.

Frage 6 der D. B. E. C. ergab das Resultat, dass nicht jedes Papier gleichmäßig zum Terminhandel geeignet sei, und in der That ist dies bei vielen Papieren der Fall. Zunächst bei Papieren, welche von den Gründern (gewöhnlich einer Familie) übernommen werden und bei welchen an einen Handel gar nicht gedacht wird, dann bei ganz kleinen Unternehmungen und bei solchen, welche nach dem Gegenstande des Unternehmens nie einen Markt sich werden erobern können.

Ein bestimmtes Minimalcapital zur Voraussetzung der Zulassung zum Terminhandel zu machen, wie es § 50 D. B. G. thut, hat sein Missliches. Der Betrag von 20 Millionen Mark ist viel zu hoch gegriffen. Ich würde 1 Million Gulden als Minimalbetrag verlangen, und wenn nach § 9 unseres B. G. der Finanzminister nach Anhörung der Börseleitung ein Papier zum Handel zulässt, kann auch gleich die Entscheidung darüber erfolgen, ob es Object des Terminhandels sein soll oder nicht; — Bergwerks- und Fabriksactien auszuschließen ist eine Thorheit. Thatsächlich findet heute in Berlin ein geradezu toller Verkehr in Bergwerksactien statt.

Dann könnte noch gefragt werden, ob nicht nach einer gewissen Zeit der Terminhandel in einem Papier aufhören soll? Sagen wir fünf, zehn Jahre nach der Emission; das Papier ist emittiert und classiert, jetzt braucht man keinen Terminhandel mehr, argumentieren viele, denn jetzt ist der ganze Verkehr ein „Windhandel", denn es werden wohl viele Abschlüsse gemacht, aber so viel Material ist gar nicht flottant, als der Umsatz beträgt.

Nun wird mir jeder zugeben, dass ein großer Theil des „reellen, schlichten" Warenhandels in Blancoverkäufen besteht, und es gibt doch keinen Verkauf, der nicht, von der anderen Seite betrachtet, ein Kauf ist. Also beide Parteien schließen ein Geschäft über ein Gut, von dem sie hoffen und wünschen, dass es am Fälligkeitstage lieferbar sei; (ich denke nicht an den Getreideterminhandel oder an ähnliches!) — es kann aber wirklich vorkommen, dass am Stichtage von dem betreffenden Gute keine Quantität „frei" ist, d. h. dasselbe nicht ausgeboten

wird, und die vorhandene Quantität als Consumgut unentbehrlich ist. Bei Effecten ist ein solcher Zustand viel schwieriger möglich, wenn z. B.: 10.000 Stück Actien bestimmter Art bestehen und 20.000 Stück auf den betreffenden Termin geschlossen sind, so wird einfach jedes Stück zweimal zu verschiedenen Coursen verkauft, und bei dem bestehenden Arrangementwesen sind keine Schwierigkeiten vorhanden — denn dass Actien etc. als „Consumgut" verwendet werden, kommt nicht vor, es müssten denn gerade viele Stücke für die Generalversammlung deponiert sein, das kann man als eine Analogie zum „Consum" auffassen. — Effecten sind stets zu bekommen, wenn nicht ganz exorbitante Verhältnisse obwalten, z. B.: 1 Million Stück geschlossen ist und es bestehen nur 10.000 Stück! Darin, dass die Effecten von einem direct zu einem vierten oder fünften kommen, während der zweite und dritte eine Secunde Eigenthümer, aber nie Besitzer waren, ist nichts Auffälliges. Effecten haben die Bestimmung, von Hand zu Hand zu wandern, sie müssen theoretisch nie zur Ruhe kommen im Gegensatze zu den Waren; daher denn auch der tiefe Unterschied zwischen Waren- und Effectenbörsen.

Ich sehe keinen Grund, wenn das Papier einmal placiert ist (es muss noch nicht „classiert" sein), den Terminhandel zu verbieten, weil man seiner weniger bedarf. Die Ansicht, dass bei placierten Effecten Schwänzen leichter möglich sind als bei flottanten, ist wohl richtig; aber der Fall, dass jemand 50.000 Stück geschlossen hat, während vielleicht nur 10.000 Stück aufzutreiben sind, ist zu selten.

Eine andere Frage ist, ob die Actiengesellschaft selbst es für alle Zeiten wünschen muss, Gegenstand eines sehr lebhaften Verkehrs zu sein; viele Gesellschaften suchen ihren Papieren den Charakter von Speculationspapieren zu nehmen, indem sie nach einer gewissen Zeit unter dem Schlagworte „Stabilisierung der Dividende" die Dividendenzahlungen möglichst knapp halten und große Reserven accumulieren; nun winkt wohl jedem der einstige fette Bissen, aber die capitalschwachen Elemente erleben diese Zeit nicht, wo er geboten wird, und es wird das Papier von Leuten gekauft, welche auch an den Verkauf denken: aber nicht sie wollen diesen Verkauf ausführen, sondern Kinder und Enkel! und diesen Leuten liegt wenig an einem Terminmarkt.

Die Papiere werden nicht immer gleich lebhaft gehandelt, sie werden älter und damit schwerer; manche Papiere bleiben zwar schier ewig jung, namentlich die Actien der *Crédits mobiliers,* wie es ja in deren Natur begründet ist, indem sie sich bei Neugründungen stets verjüngen. Die Bahn-Actien müssen langsam der wirtschaftlichen Anschauung, die Bahnen seien Gegenstand eines „Regals“, zum Opfer fallen, oft schon vor Ablauf der Concessionsdauer. Industriegesellschaften unterliegen sehr den Conjuncturen, und dementsprechend wechseln Zeiten des lebhaften Handels mit geschäftsstillen ab. Bergbauunternehmungen haben eine natürliche Grenze in ihrem Mineralreichthum.[1]) Da folglich die Gesellschaften und die Papiere einmal verschwinden müssen und niemand der „schwarze Peter“ sein will, herrscht auf dem Montanmarkt stets Leben. Eine ganz eigenartige Erscheinung kann man bei guten Eisenbahnpapieren vor ihrer Verstaatlichung merken; jahrelang war es relativ stille auf dem Markt; auf einmal entwickelt sich ein lebhafter Verkehr, das letzte Aufflackern des versiegenden Lebensgeistes: das gilt aber nicht mehr dem Papier, sondern dem an seine Stelle tretenden Kaufschilling. Trotzdem also langsam die Gründe, welche bei einem Papier für den Terminhandel sprechen, weggefallen sein können, wäre es doch überflüssig, denselben direct zu verbieten.

Dagegen scheint es mir erwägenswert, ob die bestehende Gefahr der Überwertung und der Überspeculation nicht dadurch beseitigt werden kann, dass man ein Papier zeitweise von der Notiz und auch vom Arrangement ausschließt; die künftige Dividende ist gewöhnlich schon lange vor der Bilanzpublication escomptiert. Knapp vor derselben und dann nach derselben pflegen oft recht lebhafte Schwankungen stattzufinden, welche keineswegs immer berechtigt sind (man denke an Manöver der eingeweihten Kreise). Bald nach der Bilanzpublication findet auch die Generalversammlung statt. Wie wäre es nun, wenn man die Leute dazu brächte, sich wirklich um die Gesellschaft, d. h. um die Generalversammlung zu kümmern, die Actien zwei Monate vor derselben zu hinterlegen.

---

[1]) Wilhelm Pappenheim macht den recht interessanten Vorschlag, ein Heimfallsrecht des Staates unter Schaffung einer Maximal-Gesellschaftsdauer zu statuiren (Holdheim, 1899, pag. 1 ff.); dadurch würden die Course auch langsam sinken müssen.

und denjenigen Actien, welche thatsächlich hinterlegt würden, ein Beneficium zukommen ließe, indem man die Dividende z. B. mit 4 fl. 80 kr. statt mit 5 fl. bestimmte und den deponierten Actien außerdem 20 kr. per Stück zahlte; die nicht auszahlbaren Beträge würden zu Gunsten der Gesellschaft verfallen. Ich glaube, dass ein solches System einen Stimulus zum Erlag der Actien gäbe und thatsächlich innerhalb des Zeitraumes von 2 Monaten das Geschäft in diesen Papier ruhen würde, und nach dieser Zeit das Geschäft neu gestärkt beginnen könnte. Die vor der Sperrfrist durch Verkäufe entstehende Bewegung würde durch Käufe derjenigen, welche die Papiere deponieren wollen und müssen, paralysiert. Damit wäre dem Strohmännerwesen ein wenig abgeholfen.

Für die Speculanten wäre dies unliebsam, doch bemit leide ich dieselben nicht; Actionär zu „spielen" oder entgeltlich Actien herzuleihen, ist nicht ihre Aufgabe. — Ich habe schon wiederholt auf ihre Bedeutung, speciell auf die der Coulissiers, hingewiesen; man darf sich unter denselben nicht etwa nur moral- und capitallose Abenteurer vorstellen (es mag auch solche unter ihnen geben), sondern ernste Geschäftsleute. Namentlich für die Preisbildung sind sie unersetzlich; denn das Anbot und die Nachfrage seitens der Capitalisten ist oft kaum wahrnehmbar. Wie etwa ein Mikrophon dazu dient, schwache Geräusche bemerkbar zu machen, so dient die Coulisse dazu, Anbot und Nachfrage zu verstärken und so eine „Marktpreisbildung" zu ermöglichen. Die Geschäfte der Coulissiers ersetzen die zahlreichen Geschäfte, welche sich dem Forum der Börse entziehen; denn an Zahl sind die Geschäfte bedeutender, an Summe der gehandelten Werte vielleicht gleich.

Wenn unter den Capitalisten zwei Strömungen sind, eine Hausse- und eine Baisse-Tendenz, dann ist die Coulisse in der Lage, durch ihr eigenes Urtheil der einen oder der anderen Partei zum Siege zu verhelfen. Freilich setzt das voraus, dass diese Speculanten eine eigene Ansicht haben, was man leider nicht immer findet. Eine wirklich intelligente „Speculation" muss sogar, wie ich schon anfangs ausführte, selbständig Hausse- und Baisse-Speculationen anschlagen können, Speculationen, welche also eine Zeit lang direct gegen den Strom gehen.

Die Speculanten können auch dazu beitragen, dass die Capitalisten nicht unverhältnismäßig billig kaufen. Wenn man den Courszettel studiert, findet man stets Papiere, welche noch relativ billig sind; die Besitzer wollen nur mit entsprechendem Gewinn verkaufen, und momentan suchen die Capitalisten andere Capitalsanlagen auf, welche sie für vortheilhaft halten, gewiss aber denkt A: „wie ich wieder Geld freihaben werde, kaufe ich x Actien“; ein Speculant lockt aber dem Besitzer durch ein entsprechendes Anbot die Papiere heraus und verkauft sie, wenn A das Geld hat, um einen weitaus höheren Preis an diesen; in Effecten sollen keine (billigen) „Gelegenheitskäufe“ gemacht werden, daher dieser Vorgang ganz correct ist. Die Coulissiers controlieren also im gewissen Sinne die Börselage und sind auch sehr geeignet, nicht ganz reelle Einwirkungen der Commissionäre durch entsprechende Operationen zu hindern oder im Effect zu paralysieren, da solche Einwirkungen oft gegen ihr Interesse sind. Auch vom steuerpolitischen Standpunkte aus sind die Coulissiers wertvoll. Man gewinnt so eine stattliche Mehrzahl von Censiten für die Erwerb- und Einkommensteuer, indem die „parcellierten“ Coursgewinne vielen zufallen, während sie sonst beim Großcapital wahrscheinlich zum großen Theile unversteuert blieben.

Es wäre eine engherzige und verfehlte Auffassung, wenn man die wirtschaftliche Wirkung der Börse nur nach den Vortheilen, welche sie den Capitalisten und den Speculanten bietet, beurtheilen wollte: man muss namentlich die Einflüsse der Geschäfte auf die Vertheilung der Güter betrachten, und da muss betont werden, dass manche recht hübschen Gewinn einstecken, andere wieder Verluste erleiden und brotlos werden.

Die großen Gewinne sind ökonomisch und moralisch durchaus nicht unbedenklich: das rasche mühelose Gewinnen lässt die Menschen bald den richtigen Maßstab für ihre Ausgaben vergessen, lähmt die Arbeitsfreude, erregt bei vielen Neid, bei anderen Unzufriedenheit: manche vernachlässigen ihren Beruf, welcher sie lange redlich genährt hat, und widmen sich ausschließlich Börsegeschäften, wobei sie dann leicht Ver-

luste erleiden können und plötzlich vollständig vermögens- und erwerbslos dastehen. Doch ist es nicht anrüchig, durch glückliche Speculationen viel gewonnen zu haben, gerade so wenig wie etwa das große Loos zu gewinnen oder in Klondyke einen Klumpen Goldes zu finden, denn der Speculant sucht, wie Leopold Spitzer richtig sagt, das reale, wenn auch bedingte wirtschaftliche Gut, den Wertzuwachs der thatsächlich existierenden Effecten durch den Kauf zu erwerben: er erwirbt aber auch das Risico eines Verlustes! Etwas anderes ist freilich, ob Kaufleute, Beamte, Officiere und andere der Börse Fernstehende regelmäßig solche Geschäfte abschließen sollen. Diese Frage muss sicherlich verneint werden.

Ökonomisch weitaus wichtiger sind die Folgen eines Verlustes; solange nur ein einzelner Börsemann zugrunde geht, ist nicht viel zu sagen: ein solcher Mensch ist zu bedauern, er wird einfach von einer „Krankheit“ seines „Berufes“ hinweggerafft; jeder Beruf hat seine Leiden und Freuden. Ganz anders wird schon die Sache, wenn eine Reihe von Insolvenzen an der Börse eintritt, denn die Börseleute werden dann selbstverständlich nicht nur in ihrer Privatökonomie gestört, diese Störung pflanzt sich fort zu den Banken u. s. w. Weit schlimmer ist es noch, wenn Nichtbörseleute mitgerissen werden, Depôts unterschlagen, Wechsel gefälscht, Barbeträge defraudiert wurden. Da können wirtschaftliche Störungen und Stockungen entstehen, welche zunächst den Börsenverkehr direct lahmlegen, Börsenkrisen, im weiteren Verlaufe auf die ganze Handelswelt hemmend einwirken, dann sind es Handelskrisen, oder auf die ganze Wirtschaft, dann sind es Wirtschaftskrisen! Ein düsteres Bild wird da aufgerollt, und man wäre auf den ersten Eindruck beinahe geneigt, wenn das alles die Folgen der Speculation sein können, den Satz Mirabeaus zu bestätigen, der da lautet: *il ne faut pas demander quels maux fait l'agiotage, mais quels maux il ne fera pas!* Glücklicherweise sind diese Krisen selten und hängen nicht allein mit der „Börse“, sondern mit einem schlechten Actienrechte, mit mangelhaften Gesetzen über das Depôtwesen, mit den Geldverhältnissen, mit der allgemeinen wirtschaftlichen Lage (Ernte, Exportverhältnisse) zusammen; wenn also die Speculation selbst mitunter dazu beiträgt, solche Zustände zu schaffen, so wird doch die

Wirkung eines „Börsekraches“ eigentlich nur wegen ihrer elementaren Wucht so schwer empfunden; wir haben Institutionen, welche jahrein jahraus hunderte von Opfern erfordern, so das Lotto, das Hazardspiel, den Totalisator [1]), und wirklich enorme Summen verschlingen.

Man hat in der Börse stets einen Ort, der dazu bestimmt ist, den Handel zu fördern, wo nur ab und zu durch kopfloses Vorgehen, durch Verbreiten falscher Nachrichten und andere „Kniffe“ Zustände herbeigeführt werden, die in ihrem Enderfolg eine tiefe Schädigung der Betheiligten selbst und dann der außenstehenden Kreise zur Folge hat. Solche tiefgehende Schädigungen, Krisen, treten seit Jahrhunderten periodisch auf wie epidemische Krankheiten (vgl. Max Wirth, Neuwirth, Perrot, Ehrenberg), und man muss, um gegen dieselben einzuschreiten, ihnen vorzubeugen, wissen, wo das Übel steckt. [2])

Außerhalb der Börse muss eine gesunde Gestaltung des Actienrechtes angestrebt, ein strenges Depôtgesetz geschaffen werden und namentlich dem Commissionshandel, jenem Canal, durch den das Geld des Privatcapitals auf die Börse strömt, und welcher die Effecten herausbefördert, die größte Aufmerksamkeit geschenkt werden, da hier der Hauptsitz des Übels zu suchen ist; nicht die Börse ist so reformbedürftig, sondern der Commissionshandel muss „bacillenfrei“ gemacht werden, und eine Reihe ausgezeichneter Schriftsteller (Bähr, Lexis, Endemann jun., Munk, Eschenbach), die D. B. E. und das D. B. G. haben dies richtig erkannt. Auch das Arrangementwesen, die Organisation von Schiedsgerichten, das Emissionswesen und entsprechende Gestaltung der strafrechtlichen, civil-

[1]) Das Lottospiel ist eine ökonomische Thorheit; Hazardspiele, Spielbanken (Ostende, Monte Carlo!) und das Wetten beim Totalisator (am Turf) sind unmoralisch, ja anrüchig. Sportsmen und berufsmäßige Pferdekenner sollen ruhig wetten, für diese sind es Wetten *à coup sûr!*

[2]) „Pathologie und Therapie der Krisen.“ Bei dem ausgezeichneten Stande der einschlägigen Literatur habe ich keinen Anlass, darauf näher einzugehen, will aber nur bemerken, dass gerade in den Tagen der Gefahr für die ***haute banque*** und ***haute finance*** die Pflicht entsteht, der Börse und der Coulisse beizuspringen, von der sie in guten Tagen so viel Vortheil hat; ein schönes Beispiel gaben die Wiener Banken im Herbste 1895, indem sie einen „Hilfsfond“ schufen und dadurch eine fürchterliche Krise abgewendet haben.

rechtlichen und processualen Satzungen, namentlich der Executionsordnung können hier wertvoll werden. —

Die vielfachen zwischen Wirtschaft und Börse unleugbar bestehenden Beziehungen lassen es begreiflich erscheinen, wenn man in weiten Kreisen die Forderung nach einer „entsprechenden" Regelung der Beziehungen zwischen „Staat und Börse" aufgestellt hat. Ein einfaches Nichtkümmern um die Börse wäre ebenso verkehrt, wie die Idee der Verstaatlichung es ist. Was ist aber die „entsprechende" Regelung?! Es ist selbstverständlich unmöglich, dafür eine allgemeine Norm zu geben, denn gerade hier müssen die particularen, nationalen Gestaltungen, wie sie sich gebildet haben, berücksichtigt werden. Für die deutschen Verhältnisse und auch für unsere scheint es mir am zweckmäßigsten zu sein, wenn der Staat ein Börsegesetz erlässt und in diesem allgemeine Bestimmungen über die Börsen, deren Organisation, über die Subjecte, die Objecte des Börseverkehrs, die Form desselben erlässt, und die Ausführung und Handhabung dieser Bestimmungen der Börse selbst überlässt. Ich möchte also innerhalb dieser Grenzen der Börse das Selbstverfassungs- und Selbstverwaltungsrecht gewähren, denn nur ein solches ist imstande, den Veränderungen des Verkehrswesens rasch und sicher zu folgen.

Damit aber diese gewährten Rechte nicht missbraucht werden, ist es nothwendig, dass die Staatsverwaltung stets über alle Vorgänge orientiert ist. Das dazu dienende Organ, welches naturgemäß ausgezeichnete Fachkenntnisse besitzen muss, ist der Börsecommissär (Staatscommissär). Beschlüsse des Börsevorstandes, welche von diesem als bedenklich oder als direct gegen die Worte oder den Geist des Gesetzes verstoßend erkannt werden, sind zu inhibieren. Gegen einen Missbrauch des Aufsichtsrechtes seitens der politischen Behörden schützt ja einerseits der Instanzenzug, andererseits die Verwaltungsgerichtsbarkeit. Im wesentlichen sind es Vorschriften verwaltungsrechtlicher Natur, welche ich für ausreichend halte. Das D. B. G. ist weiter gegangen und hat neben die bestehende Disciplinargerichtsbarkeit ein ehrengerichtliches Verfahren [1]) gesetzt, außerdem aber für ein Vorgehen, durch welches die

[1]) Dessen Grundzüge im 2. Abschnitte auseinandergesetzt werden.

wichtigste Function der Börse, nämlich die Bewirkung einer normalen Preisbildung behindert wird, Strafbestimmungen eingeführt.

Diese Strafbestimmungen sind ein Novum im Börserecht, über dessen Wirkung man noch heute nicht urtheilen kann. Sympathisch sind mir solche Maßregeln keineswegs. Nicht etwa, dass ich die schweren Missbräuche verkenne, welche zur Zeit bestehen, aber ich glaube nicht, dass diese so beseitigt werden; denn ist das Gesetz ein Kautschukparagraph, so kann es leicht zur Fessel des Verkehres werden, ist es, was sehr schwer möglich ist, auf gewisse streng begrenzte Fälle abgestellt, ist die Umgehung leicht. Die §§ 75 und 76 des D. B. G. sind Kautschukparagraphe.[1]) Für die ärgsten Fälle genügten ja ohnehin die Betrugsparagraphen (z. B. § 197 österr. Strafgesetz).

Die wirkliche Reform kann innerhalb des von mir angedeuteten Rahmens nur von innen kommen: die Börse muss selbst erkennen, was ihr frommt, und auch die Mittel haben, dieser Erkenntnis allgemeine Geltung zu schaffen; dazu scheint mir das Ehrengericht recht geeignet; dieses hat viel mehr abschreckende Wirkung als das Strafgesetz. Besonders zu erwägen ist aber noch Folgendes:

Die Börse hängt mit allen Fasern des Wirtschaftslebens organisch zusammen und eine gesunde Börse kann nur in einem wirtschaftlich gesunden Staate bestehen. Wenn Handel und

---

[1]) § 75. Wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börse- oder Marktpreis von Waren oder Wertpapieren einzuwirken, wird mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünfzehntausend Mark bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschließlich auf die Geldstrafe erkannt werden.

§ 76. Wer für Mittheilungen in der Presse, durch welche auf den Börsenpreis eingewirkt werden soll, Vortheile gewährt oder verspricht oder sich gewähren oder versprechen lässt, welche in auffälligem Missverhältnis zu der Leistung stehen, wird mit Gefängnis bis zu einem Jahre und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünftausend Mark bestraft.

Die gleiche Strafe trifft denjenigen, der sich für die Unterlassung von Mittheilungen der bezeichneten Art Vortheile gewähren oder versprechen lässt.

Der Versuch ist strafbar.

Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschließlich auf die Geldstrafe erkannt werden.

Gewerbe recht blühen, dann wird solid gegründet, dann wächst die Schaffensfreudigkeit des einzelnen, die Verdienste werden reichlicher und die Zahl derer, welche ihr karges Einkommen durch Börsenoperationen vermehren wollen, nimmt ab, die Zahl derer, welche Ersparnisse anzulegen haben, rapid zu; die Banken werden die ernsten Speculationen bereitwillig unterstützen und einzelne schädliche „Spieler“ werden von der wirtschaftlich soliden Majorität der Börsenkaufleute einfach ausgestoßen und wir werden in der Börse eine Institution haben, welche thatsächlich den Verkehr in Effecten erleichtert und die allgemeinen wirtschaftlichen Interessen fördert.

Möge sich die Börse in diesem Sinne entwickeln, dann wird sie ein unverrückbarer Markstein moderner Creditwirtschaft, moderner Weltwirtschaft sein!

II. ABSCHNITT.

Die Personen (Subjecte) des Börseverkehrs.

Es ist selbstverständlich, dass an den Börsen unter der großen Anzahl von Menschen, welche sich daselbst aufhalten, nicht jedem dieselbe Function zukommt.

Die wichtigsten Gruppen, in welche man scheiden kann, sind die derjenigen, welche Geschäfte abschließen, und welche Geschäfte vermitteln. Daneben gibt es Aufsichtspersonen und endlich Hilfspersonen. Die Zahl der letzteren ist sehr groß. wie dies bei der Compliciertheit der Institution nicht anders möglich ist; es gibt da Organe der Börse: Generalsecretär, Secretäre; Diener etc.; dann Gehilfen der einzelnen Makler, die nur buchhalterische (Manipulation) Dienste leisten, und ebenso haben auch manche große Firmen ihr Hilfspersonal.[1]) All diese Leute haben keine directe Bedeutung für die Börse als Markt, und es muss höchstens mit Befriedigung constatiert werden, dass die Börse so vielen Leuten zum Brot verhilft, wie denn auch weiters eine so große Menschenansammlung an einem bestimmten Orte nicht unwichtig ist für die in den umliegenden Gassen etablierten Geschäftsleute (Gastwirte, Lohnfuhrwerksbesitzer etc.). Auch Vertreter der Presse sind gewöhnlich im Börsensaale anwesend, was ganz zweckentsprechend ist.[2])

---

[1]) Galopins („Laufburschen") sind Personen, welche innerhalb des Börsesaales Aufträge überbringen und ähnliche Thätigkeiten entwickeln.

[2]) Ganz natürlich ist es auch, dass Fremde: Geschäftsleute, Nationalöko-

Die an Zahl weitaus bedeutendste Gruppe ist die derjenigen, welche an der Börse Geschäfte schließen, oder nach Wiener und Pester Sprachgebrauche die der **Börsebesucher** und der **Börsemitglieder;** das sind physische und juristische Personen, Banquiers, Effectencommissionshändler, Großhandlungshäuser, die Banken, dann speciell in Wien die Postsparcasse, ferner Sparcassen und eine Reihe einzelner Personen, welche das Recht erlangt haben, ständig an der Börse zu sein.

Firmen sind durch ihre Chefs, Procuristen, oder besonders ermächtigte Organe — Börsendisponenten — vertreten; für die juristischen Personen intervenieren die ständigen Vertreter und Specialbevollmächtigte. Doch treten diese Leute nicht hervor, denn es steht in den Schlussnoten, Aufgaben etc. nur: X-Bank, A & Cie., Gebrüder Z, nicht etwa Director C, Procurist B, Herr A, es erscheint also die Firma, die juristische Person, der Einzelkaufmann als Contrahent. An der Börse sind alle diejenigen, auf deren Namen die Operationen abgeschlossen werden, Kaufleute, da sie absolute Handelsgeschäfte betreiben (§ 14 Börsegesetz in Verbindung mit Art. 271); übrigens sind diejenigen, welche die Geschäfte des Art. 272, 2, 3 und 5 gewerbemäßig betreiben, nämlich Banquiers, Commissionäre und solche, die Geschäfte gewerbemäßig abschließen oder vermitteln, schon damit *per se* Kaufleute. Die Börsebesucher und Mitglieder, welche Geschäfte abschließen, sind entweder Proprehändler oder Commissionäre; diejenigen Leute, welche man im Gegensatz zu den Schrankenfirmen Coulissiers nennt, sind Proprehändler; also jene Kaufleute, die sich berufsmäßig damit befassen, ein Wertpapier rasch zu kaufen, um dann durch einen baldigen Verkauf einen kleinen Gewinn zu erzielen, oder auch *à la baisse* operieren, jedoch im eigenen Namen kaufen, doch keine auf längere Dauer angelegte Operation intendieren (Havas). Es sind entweder Leute, welche es noch zu keinem regelmäßigen Geschäftsbetrieb brachten, Kaufleute, welche ihr Geschäft aufgaben oder aufgeben mussten, oder Leute, welche „Speculierens" halber auf die Börse kommen. Es gibt

---

nomen, Beamte, die Börse besuchen, und es besteht auch an der Wiener Börse das Institut der „Gastkarten", welche Fremde, d. h. nicht in Wien wohnhafte Personen, berechtigen, die Börse an drei aufeinanderfolgenden Tagen zu besuchen

auch Firmen, welche Coulissiers sind, die sogenannten Coulissenhäuser.

Eine Person hat also noch keinen Platz gefunden: der „Agent". — Was ist ein Agent? Eine Person, welche auf den Namen und für Rechnung eines andern agiert. Mit Recht wird betont, dass dieser Begriff schwankend und juristisch unbrauchbar ist. Der Agent ist eine Person, die fremde Geschäfte im fremden Namen gewerbsmäßig abschließt, resp. vermittelt. [1]) Der Agent ist eine äußerlich selbständig dastehende wirtschaftliche Persönlichkeit, er hat seinen eigenen Geschäftsbetrieb. Das Agentenverhältnis setzt ein Vertragsverhältnis, eine Bevollmächtigung voraus, welche verschiedenen Umfang haben kann: Anträge zu machen, solche entgegenzunehmen, einen Gegencontrahenten herbeizuschaffen. Man sieht, juristisch ist der Begriff schwer herauszuschälen, *in praxi* ist es jedoch leichter, das Richtige zu erkennen. Festzuhalten ist die wirtschaftliche Selbständigkeit des Agenten, es gibt große Firmen, die nichts als eine Agentur sind. „Agenten" kommen im modernen österreichischen Börserecht nicht vor; in der alten Börsenorm war es eine Vermittlerthätigkeit, die ihnen oblag. „Börse-Agenten sind die zur Vermittlung von Börsegeschäften berechtigten Personen, gegen deren Fähigkeit und Redlichkeit zwar kein Bedenken obwaltet, von welchen aber die Nachweisung der für einen Sensal nothwendigen Eigenschaften nicht gefordert wird." (§ 59 des kais. Pat. vom 11. Juli 1854.) Durch § 19 des geltenden Gesetzes haben die „Börse-Agenten" ihren Boden verloren. [2]) Die Agenten wurden theilweise Commissionäre, theilweise Proprehändler, betreiben aber *de facto* das Vermittlergeschäft in der Coulisse weiter.

Es ist für den Dritten schwer zu erkennen, ob ein Propre- oder ein Agentengeschäft beim Coulissier vorliegt. Denn die „Agenten" dienen oft dazu, die Geschäfte der Großen zu ver-

---

[1]) Der Agent ist sehr wohl zu scheiden vom Commissionär, denn dieser handelt im eigenen Namen, vom Makler, der streng theoretisch die Geschäfte nur vermitteln soll, vom Proprehändler, denn er schließt nicht eigene Geschäfte, vom Handlungsbevollmächtigten und Handlungsgehilfen dadurch, dass des Agenten Person nicht untergeht in der des Principals.

[2]) Doch wirkt die alte Auffassung noch nach: ich fragte gelegentlich einen Herrn, was er sei, und er antwortete mir: „Börse-Agent"; auf meine Erwiderung, dass es das nicht gäbe, sagte er: „Ich bin nicht Mäkler, also Agent."

schleiern, und da wäre es doch unklug, so große Geschäfte den Agenten zuzuweisen, dass es Aufsehen erregen muss, daher die Größe der Geschäfte nicht maßgebend sein wird; es wird wohl oft börsekundig sein, dass A, B, C für die X-Bank arbeiten, aber manchmal geht A von der X-Bank zur Y-Bank, und die X-Bank arbeitet plötzlich durch oder mit D.

Rechtlich ist der Agent nicht zu greifen, thatsächlich muss man sich das Verhältnis so vorstellen: der Coulissier A oder die Firma A & B hat mit der X-Bank eine Vereinbarung, dass sie nach Bedarf, sagen wir täglich um 11 Uhr, ihre Ordres erhalten; die X-Bank braucht 2000 Stück x-Actien, eine Nachfrage des Sensals würde eine aberwitzige Hausse hervorbringen. Deswegen tritt eine Arbeitstheilung ein: die Agenten A, B, C, D, der Sensal E, alle erhalten Kaufaufträge, und da eine Mehrheit von Personen kaufend auftritt, wird der eigentliche Käufer nicht so rasch bekannt, als wenn der Börsedisponent der X-Bank 2000 Stück sucht. Die Coulissiers A, B, C, D, welche limitierte Kaufordres haben, z. B. nicht über 160, kaufen und verkaufen augenblicklich an die X-Bank. Im Arrangement erscheint also: A kauft von Müller 100 Stück; A verkauft an die X-Bank 100 Stück; jede Ersparnis am Course gehört dem A, nicht etwa der X-Bank, und außerdem erhält er noch eine Provision („Courtage“). Die großen Institute haben nun eine Reihe von Coulissiers in „Sold“ und es ist leicht möglich, durch geschickte Ertheilung von Kauf- und Verkaufaufträgen eine starke Depression der Preise namentlich der eigenen Papiere zu vermeiden. Bei großer Baissetendenz nützt dies freilich nichts, da müsste die Bank sehr stark kaufen, und dies ist nicht ungefährlich. Das Agentenwesen ist mächtig ausgebildet. Dass der Dritte weiß, das Geschäft geht auf Rechnung der X-Bank, ist jedenfalls oft entscheidend für ihn. sich auf das Geschäft einzulassen, aber wenn z. B. Agent A heute ausnahmsweise keine Aufträge hat und auf eigene Faust speculiert, so ist zwischen diesem Geschäft des A und dem oben erwähnten, wo er als Agent auftritt, kein Unterschied. Juristisch liegt stets ein Proprekauf vor. Die *contemplatio domini negotii* ist unentscheidend.

Thatsächlich „vermitteln“ nicht nur die Mäkler, sondern einerseits die Coulissiers, andererseits auch die Commissionäre.

Beide sind wirtschaftlich und juristisch selbständige Geschäftsleute. Die Coulissiers kaufen Effecten, und verkaufen dieselben an Dritte, auf Grund eines Mandates, eines Vertrages, oder verkaufen Effecten, nachdem sie diese von Dritten gekauft haben. Der Commissionär[1]) kauft im eigenen Namen für fremde Rechnung, also geradeso wie der „Agent" genannte Coulissier. Nun ist es klar, dass der Commissionär wohl ein „Mittelglied" ist, eine vermittelnde Thätigkeit ausübt, aber nicht Geschäfte „vermittelt oder abschließt", sonst hätte man nicht Art. 272, Z. 3 und 4.

Der Commissionär ist ein ganz besonderes Rechtsgebilde, und man darf ihn nicht mit dem Proprehändler, noch mit den Agenten vermengen. Richtiger Weise spricht Weishut von den Commissionären unter der Überschrift: Vermittler von Umsatzgeschäften (S. 207), und sagt S. 223 „wirtschaftlich . . . liegt . . . nur ein Umsatz vor".[2]) Wirtschaftlich muss man den reinen Proprekauf, den Agentenkauf, den Commissionskauf scheiden: juristisch kauft nur derjenige, welcher als Contrahent erscheint, und das ist bei allen drei Formen der Börsemann; ein solcher Kauf ist freilich gewöhnlich nur der Anfang eines weiteren Verkehrs, welcher sich als Verkauf oder als „Überlassung der Commissionsware" darstellt. Also Agenten gibt es nicht, sie sind juristisch nicht greifbar. Sehr richtig charakterisiert Staub, 5. Aufl., S. 150 die Unsicherheit des Agentenbegriffes.[3]) — Wir brauchen aber den Begriff gar nicht, da wir an der Börse gar keine Agenten haben dürfen.

Nach dem Vorhergehenden ist klar, dass auch die Remisiers keine Agenten sind. Unter einem Remisier versteht man die für (auswärtige) Börsehäuser wirkenden, gewöhnlich Aufträge entgegennehmenden Personen. Es sind Mandatare; da

---

[1]) Grünhut, Recht des Commissionshandels, 1879.

[2]) § 5 des Gesetzes über die Effectenumsatzsteuer vom 9. März 1897 lautet: Beim Commissionsgeschäfte (Art. 360 des H. G.) ist die Steuer nicht nur für das Geschäft zwischen dem Commissionär und dem Dritten, sondern auch für das Abwicklungsgeschäft zwischen dem Commissionär und dem Committenten zu entrichten, geht also von einer ganz anderen Auffassung aus.

[3]) . . . „mit dem Worte werden verschiedene Arten von Geschäftsleuten bezeichnet, so auch die Commissionäre, die Privatmäkler, diejenigen Geschäftsleute, welche sich dem Publicum zur Besorgung von geschäftlichen Angelegenheiten aller Art anbieten."

das österreichische Effectenumsatzsteuergesetz den auswärtigen Händler nicht fassen kann, behandelt es die Remisiers als Effectenhändler.

Über die Stellung der Mäkler in den Geschäften, welche sie anregen und durchführen, ist hier nicht zu sprechen; theoretisch haben die Mäkler nur eine vermittelnde, nie eine abschließende Thätigkeit zu entfalten. Wir müssen also constatieren, dass die ganze Classe der Geschäftstreibenden juristisch entweder Proprehändler oder Commissionäre sind. Agent ist an der Börse ein wirtschaftlicher, socialer, kein juristischer Begriff.

Wenn ein Börsenmitglied oder ein Besucher sich vertreten lassen will, ist das schriftlich anzuzeigen, und wird diese Vertretungsbefugnis von der Börsenkammer publiciert, ebenso der Widerruf einer Vollmacht. Eine unbedingte Vollmacht gewährt dem Inhaber das Recht abzuschließen und der Gegencontrahent kann ohneweiters sich damit beruhigen; bei der bedingten hat die Gegenpartei oder der Sensal die Pflicht, am Nachmittage desselben Tages einen Schlusszettel an den Vollmachtgeber auszufertigen und kann von diesem bis zum nächsten Tage einen Gegenschlusszettel verlangen; bis zu dieser Frist haftet der Vollmachtgeber für die Handlungen seines Bevollmächtigten unbedingt, später gegen Vorzeigung eines von ihm unterfertigten Gegenschlusszettels (§ 3 Statut). Diese Maßregel passt nicht ganz zu dem Handeln auf Treu und Glauben, ist aber nöthig, um keine Verkehrsstörungen aus einem *excessus mandati* hervorzurufen. —

Eine sehr wichtige Frage ist, wer „börsefähig“, d. h. zum Besuche der Börse berechtigt ist. Es werden nach Wiener Statut „Besucher“ und „Mitglieder“ unterschieden. Das Gesetz spricht von „Besuchern“ und zählt in § 5 diejenigen Thatsachen auf, welche unbedingt vom Börsebesuche ausschließen: 1. Weibliches Geschlecht; 2. Mangelnde Eigenberechtigung; 3. Crida während der Dauer des Concurses, bei strafrechtlicher Behandlung noch 3 Jahre nach verbüßter Strafe; 4. Nichterfüllung von Börsegeschäften; 5. Übertretung der Börsevorschriften und Verbreitung falscher Gerüchte; 6. Verlust der politischen Rechte; 7. Unfähigkeit zum Betriebe eines Handels oder Gewerbebetriebes wegen Schleichhandel oder schwerer

Gefällsübertretung. Nach dem Statut sind im allgemeinen ausgeschlossen: 1. diejenigen, welche mit Umgehung des Concursverfahrens sich außergerichtlich ausgleichen; 2. diejenigen, welche mit Firmenangestellten bewusst Geschäfte machen; 3. Personen, welche sich zu einem dem Börseverkehr fremden Zwecke einfinden (§ 6 Statut). Das D. B. G. hat unsere gesetzlichen Bestimmungen sub 1., 2., 6., außerdem sind jene, welche insolvent sind, unbedingt vom Besuche einer Börse ausgeschlossen, bis ihre Verhältnisse durch Zahlung, Erlass oder Stundung geregelt sind, und ferner jene Personen, die „ehrengerichtlich" ausgestoßen sind. Den Börseordnungen ist auch hier eine gewisse Latitude eingeräumt, von der Gebrauch machend die Frankfurter Börseordnung vom 16. December 1896 Personen, welche wegen Verbrechen gegen die Sicherheit des Eigenthums oder wegen Meineides rechtskräftig verurtheilt worden sind, dann jene, welche ihre Verbindlichkeiten aus Börsegeschäften nicht erfüllen, ausschließt. — In München sind alle jene Personen börseberechtigt, welche der Handels- und Gewerbekammer oder dem Handelsverein angehören, sofern nicht ein Hindernis nach § 7 des B. G. obwaltet.

Im Getriebe der Weltstadt ist es schwer, den einzelnen genau zu kennen, und es kommt doch nicht etwa nur darauf an, vermögende Leute aufzunehmen, da mit dem Gelde allein gar keine Garantie für die Solidität des Betreffenden gegeben ist! Man hat daher an den deutschen Börsen nicht diesen Maßstab angelegt, sondern versucht, durch einen complicierten Vorgang sich über das betreffende Individuum zu informieren: Anschlag an der Börsetafel, unter Einräumung einer Frist, bis zu welcher jedermann seine Einwendungen vorbringen kann, Empfehlungen alter Börsemänner, Cautions- und Bürgschaftsleistung; das sind die gewöhnlichen Mittel, welche die Börsen kennen und bei deren Anwendung es leider möglich war, dass Zuchthäusler an der Berliner Börse waren (D. B. E.) und Leute, die anderwärts ausgewiesen worden waren, an der Wiener Börse operierten! Die Berliner Börseordnung vom 23. December 1896 verlangt ein schriftliches Gesuch, das von 3 Leuten, welche 2 Jahre an der Börse sind, unterschrieben sein muss. Dann erfolgt Aushang an der Börse durch eine Woche und schließlich nach Einvernahme der Gewährsmänner die Aufnahme. Die Gewährsmänner haften

durch 3 Jahre für ihren Candidaten; außerdem ist ein Jahresbeitrag zu entrichten.

In Wien gelten seit 30. December 1897 folgende Normen über die Neuzulassung, beziehungsweise Wiederzulassung von Personen zum Börsebesuche.

1. Das Ansuchen um Zulassung zum Börsebesuche hat schriftlich zu erfolgen.

In dem an die Börsekammer zu richtenden Gesuche ist die bisherige Beschäftigung, der derzeitige Wohnort anzugeben und zu bemerken, ob Gesuchsteller bereits früher eine Börse, welche und in welcher Eigenschaft besucht hat. Außerdem hat das Gesuch Angaben über den beabsichtigten Geschäftsbetrieb und über die Vermögensverhältnisse des Gesuchstellers zu enthalten.

Das Gesuch muss, um in Berathung gezogen werden zu können, überdies von zwei Börsemitgliedern als Gewährsmännern eigenhändig unterfertigt sein.

Bei Gesuchen von Actiengesellschaften, Creditvereinen, sowie von Firmen oder Personen, deren Vermögens- und Geschäftsverhältnisse notorisch bekannt sind, kann von diesem letzteren Erfordernisse Umgang genommen werden.

2. Der zur Ertheilung von Börsekarten berufene ständige Ausschuss der Börsekammer prüft zunächst, ob gegen die Person des Gesuchstellers nicht einer der im § 5 des Börsegesetzes angeführten gesetzlichen Ausschließungsgründe vorliegt und ob die mitgefertigten Börsemitglieder als Gewährsmänner zugelassen werden.

Nach dieser Feststellung kann [1]) der Gesuchsteller zur Ertheilung weiterer nothwendig erscheinender Aufklärungen vorgeladen werden und haben die Gewährsmänner protokollarisch vor dem Bureau der Börsekammer zu erklären, dass sie nach sorgfältiger Prüfung den Gesuchsteller für einen Mann halten, welcher der Zulassung zum Börsebesuche und der Achtung seiner Berufsgenossen würdig ist. Nur in ganz besonderen Ausnahmsfällen kann von dieser protokollarischen Einvernehmung der Gewährsmänner Umgang genommen werden.

---

[1]) Diese Vorladung sollte obligatorisch sein, um dem Ausschuss Gelegenheit zu geben, sich zu überzeugen, ob der betreffende überhaupt Kenntnisse vom Effectenverkehr hat.

Leistet einer der Gewährsmänner der Vorladung nicht Folge, oder verweigert er die Fertigung des Protokolles, so ist er von der Gewährschaft als zurückgetreten zu betrachten.

3. Auf Grund der gepflogenen Erhebungen und der protokollarischen Erklärungen der Gewährsmänner entscheidet der ständige Ausschuss der Börsekammer über das Ansuchen.

Im Falle der Ablehnung ist derselbe nicht verpflichtet, den abweislichen Bescheid zu begründen.

Spricht sich derselbe für die Zulassung des Gesuchstellers zum Börsebesuche aus, so wird der Name des Gesuchstellers und seiner Gewährsmänner im Börsesaale durch eine Woche affigiert.

Diese Affigierung entfällt in jenen Fällen, in welchen von der Fertigung des Gesuches durch zwei Gewährsmänner Umgang genommen wird.

4. Reclamationen gegen die Zulassung des Gesuchstellers zum Börsebesuche sind schriftlich und motiviert längstens binnen einer Woche, nachdem der Name des Gesuchstellers im Börsesaale affigiert wurde, im Bureau der Börsekammer einzubringen. In der Affiche ist der Termin, mit welchem die Reclamationsfrist endet, anzugeben.

Nach Ablauf dieser Frist ist, wenn von keiner Seite eine Reclamation erhoben wurde oder eine erhobene Reclamation von dem ständigen Ausschusse der Börsekammer als nicht begründet erkannt wurde, dem Gesuchsteller die angesuchte Börsekarte zu ertheilen.

5. Wird das Ansuchen um Zulassung endgiltig abgelehnt, so kann dasselbe innerhalb 6 Monaten vom Tage der Abweisung an gerechnet nicht erneuert werden.[1])

6. Ergibt sich nach der Zulassung eines Börsebesuchers, dass die Gewährsmänner oder einer derselben bei der Empfehlung Thatsachen gekannt haben oder bei genügender Sorgfalt und auf Grund der durch die Empfehlung übernommenen Pflichten Thatsachen hätten kennen müssen, welche den Gesuchsteller der Aufnahme unwürdig machten, so kann dem betreffenden Gewährsmann über Antrag des ständigen Ausschusses durch Be-

---

[1]) Ein Rechtsmittel gegen die Nichtzulassung gibt es nicht, wie etwa früher in Berlin nach § 137 des Gesetzes vom 1. August 1883 eine Klage beim Bezirksausschuss, oder in Frankfurt die Beschwerde an die Handelskammer.

schluss der Börsekammer zeitweise oder dauernd das Recht entzogen werden, als Gewährsmann aufzutreten.[1]) Ein solcher Beschluss ist durch Affigierung im Börsesaale zu publicieren.

Ein Verfahren gegen die Gewährsmänner findet nicht statt, wenn seit der Zeit der Anempfehlung ein Zeitraum von 3 Jahren verstrichen ist.

7. Wird ein Börsebesucher wegen Nichterfüllung von Börseverbindlichkeiten insolvent erklärt, so kann derselbe erst 3 Monate nach eingetretener Insolvenz um Wiederzulassung zum Börsebesuche ansuchen gegen Beibringung des Nachweises, dass die Schuldverhältnisse sämmtlichen Gläubigern gegenüber durch Zahlung, Nachlass oder Stundung geordnet sind.

Ein um Wiederzulassung ansuchender Börsebesucher bedarf keiner Gewährsmänner zur Anempfehlung, im übrigen ist das Verfahren hinsichtlich der Affigierung des Namens des Gesuchstellers, der Reclamationsfrist, der Prüfung etwa eingelaufener Reclamationen das gleiche wie bei der Neuzulassung eines Börsebesuchers.

8. In Wiederholungsfällen darf einem insolvent erklärten Börsebesucher die Wiederzulassung zum Börsebesuche erst nach Ablauf von mindestens einem Jahre, von der letzten Insolvenz-Erklärung an gerechnet, bewilligt werden.

9. Der Beschluss des ständigen Ausschusses der Börsekammer auf Wiederzulassung eines insolvent gewesenen Börsebesuchers bedarf der Genehmigung durch das Plenum der Börsekammer.[2])

Unsere Bestimmungen, welche den §§ 16 und 17 der Berliner Börseordnung vom 23. December 1896 nachgebildet sind, sind also im allgemeinen so, dass der Zutritt jedem, dem keines der gesetzlichen Hindernisse im Wege steht, möglich ist, er

[1]) Eine viel zu milde Strafe!

[2]) Die Bestimmung des Punktes 1, al. 4, wonach „bei Personen, deren Vermögens- und Geschäftsverhältnisse notorisch bekannt sind“, geringere Formalitäten erfordert werden, ist nicht unbedenklich. Wenn der Sohn eines hochgeachteten Banquiers nach dessen Tode das Geschäft übernimmt, so hat man gar keine Garantie für seine geschäftliche Anständigkeit, mag er auch der reichste und bekannteste Mensch sein. Heine nennt die Börse eine demokratische Institution, „weil die Millionäre im Gegensatz zum Adel nur wenige Generationen anzudauern pflegen“: kein Talent ist erblich, daher auch nicht das Talent zum Börsemann.

aber auch Unwürdigen versagt werden kann. Diese Einrichtung ist auch ganz angemessen, wenn nur der Börsevorstand von der ihm eingeräumten Latitude verständigen Gebrauch macht und die entsprechenden Mittel anwendet, um sich vor unwürdigen Elementen zu schützen.

Dagegen gibt es anderwärts vollständig freie Börsen, wo jeder anständig angezogene Mensch hingehen kann (Hamburg), oder eine streng geschlossene Börse, wie die englische, die man vielfach mit einem Club verglichen hat. Die juristische Natur dieser Gebilde ist hier nicht mehr zu erörtern, doch muss constatiert werden, dass diese mehr oder mindere Freiheit im Zutritte symptomatisch für die Gestaltung des ganzen Handels und im Volkscharakter stets mehr oder weniger begründet ist. In den nordischen Staaten, an den Börsen von Stockholm, Christiania und Kopenhagen sind die Börsen allgemein zugänglich; ebenso in Spanien. In den germanischen Staaten speciell dürfte die Erinnerung an die Zeit, wo das ganze Handelsleben sich auf dem „Markte“ unter möglichst allgemeiner Betheiligung abspielte, noch mitwirken: in den südlichen Staaten sind es die Temperaturverhältnisse, welche die Leute aus den Wohnungen treiben und gerne in den öffentlichen kühlen Hallen eine Zufluchtsstätte suchen lassen, so in Madrid, in Italien, in Constantinopel, und dies mag auch der Grund sein, warum in diesen Städten eigentlich den ganzen Tag Börse ist. [1])

Bei uns in Österreich und in Frankreich stand eine gewisse polizeiliche Regelung schon an der Wiege der Börsen, speciell in Wien (vgl. Zinzendorf, Cibbini, Hilberg), und diese ist ihr geblieben; nichtsdestoweniger haben gerade Wien und Paris sehr traurige Tage durchgemacht, was bei uns mit der finanziellen Schwäche, beim Franzosen mit dem leicht beeinflussbaren Naturell zusammenhängt.

An den englischen Börsen, wie in London, hat sich der Börsekaufmann langsam von den übrigen Kaufleuten geschieden und bildet einen besonderen Stand; die New-Yorker Börse, die zu Chicago und dann die zu Alexandrien sind der Londoner nachgebildet; in England und in Amerika macht sich bei den

---

[1]) Also in den germanischen und den romanischen Ländern haben wir dieselbe äußere Erscheinung, aber aus verschiedener Ursache!

Börsen wie bei dem einzelnen Individuum der Trieb geltend, sich nach außen abzuschließen; dieser Trieb, welcher in der Parömie *„my home is my castle“* zum Ausdrucke kommt, besteht auch bei den juristischen Personen. Eine Erstarrung ist bei einem Handelsmann wie dem Engländer nicht zu fürchten. Sehr lange hat sich in den Niederlanden die vollständige Freiheit erhalten: in Amsterdam, Rotterdam und in Brüssel; in Holland wurde sie erst vor einem Decennium abgeschafft. Merkwürdig ist in Russland, namentlich in St. Petersburg, eine gewisse Freiheit im Zutritt zur Börse im Gegensatze zum sonst dort herrschenden Systeme der Abgeschlossenheit.

Sehr üblich ist in vielen Staaten, den Kaufleuten oder den Mitgliedern gewisser „kaufmännischer Gilden“ und „Corporationen“ den Zutritt, soferne nicht ganz besondere Gründe gegen die betreffende Person sprechen, zu gestatten, und darin liegt auch ein richtiges Moment, welches *de lege ferenda* festzuhalten ist. Denn jedermann zur Börse zuzulassen, wäre ein Unding, es entstände eine Menschenansammlung, die ökonomisch wertlos wäre, und im Momente, wo man zu Beschränkungen greift, ist es nöthig, eine rationelle Grenze zu ziehen: es ist kaum zu billigen, dass, wie in Frankfurt, Privatiers auf die Börse gehen.

Kaufleuten ist der Zutritt zu gestatten, wenn sie ein Jahr etabliert sind und nichts Nachtheiliges von ihnen bekannt ist, und auch anderen Personen, wenn eingeholte Recherchen günstig lauten: es erscheint da unbedingt nöthig, Leuten gegenüber, die vom Ausland kommen, recht vorsichtig zu sein und zu verlangen, dass sie 1—2 Jahre sich klaglos am Börseorte benehmen, es handelte sich denn um Träger weltbekannter Namen. Cautionen sind wertlos, da kleine niemanden abhalten, große aber die Talente fernhalten, mithin schädlich, antisocial sind. Die Bürgschaften haben auch nur einen relativen Wert; es sollten Bürgschaftssummen wenigstens erlegt werden, denn wenn es gleich ans Zahlen geht, sind die Leute doch eher vorsichtig als beim bloßen Bürgen.

Wenn ich auch früher betonte, dass man kein Vermögen besitzen müsse, um ein tüchtiger Börsekaufmann und zugleich ein anständiger zu sein, so ist doch andererseits ein gewisser Capitalbesitz zu einem wirklich erfolgreichen Geschäftsbetriebe

heute unbedingt nöthig; eine bestimmte Summe zu verlangen, ist thöricht, denn da ist eine Täuschung zu leicht möglich. [1]) Man muss wissen oder die gegründete Vermuthung haben, dass der Betreffende nicht mittellos ist, und man kann sich ja davon überzeugen, indem man ein einmaliges hohes Eintrittsgeld fordert und dann einen jährlichen Regiebeitrag, welcher jedoch sehr verschieden sein muss für die einzelnen Mitglieder, sich also womöglich deren Einkommen anschmiegen soll. Proletarier haben auf der Börse nichts zu suchen. [2]) Damit ist schon eine gewisse Schranke gezogen. —

§ 11 des Wiener Börsestatuts besagt, dass jeder, welcher eine Börsekarte ordnungsgemäß erlangt hat, Börsebesucher und somit den Bestimmungen des Statuts unterworfen ist. Außerdem gibt es (§ 13) auch „Mitglieder" der Börse; dies sind zunächst diejenigen physischen Personen, welche 3 Jahre Börsebesucher sind und während dieser Zeit ihren Verpflichtungen nachgekommen sind und sich keiner Disciplinarübertretung schuldig machen; protokollierte Kaufleute (das sind solche, welche in Wien über 60 fl. Steuer zahlen), die in den 3 letzten Jahren ihre Verbindlichkeiten erfüllt haben, können sofort Mitglieder werden. Handelsgesellschaften und die juristischen Personen werden durch einen *socius,* resp. durch ein Mitglied des Vorstandes oder der Direction in der Mitgliedschaft vertreten. Aus der Mitte der Mitglieder werden durch die Mitglieder 30 Personen gewählt, welche den Ehrentitel „Börserath" führen und die Börsekammer bilden. An deren Spitze stehen der Präsident und 2 Vicepräsidenten; die Bureaugeschäfte werden

---

[1]) Wie lächerlich solche Bestimmungen werden können, zeigte sich z. B. darin, dass früher in Wien zum Antritt eines Gewerbes ein gewisser Betriebsfond verlangt wurde. Da gieng jemand mit einem guten Freunde auf das betreffende Amt; vor der Thür des Beamten, welcher dies zu prüfen hatte, gab der Freund dem Ansuchenden die nöthige Summe in Bargeld oder Effecten, und nachdem sie vorgezeigt war, nahm der Eigenthümer sie wieder in Empfang.

In England lautet die Frage an den Bürgen: *„Would You take his cheque for three thousand pounds in the ordinary way of business?"* — Der Mann muss also für 36.000 fl. gut sein! (Rule 37.)

[2]) Wenn jemand gar kein Capital hat, daher nicht an die Börse kann, er aber geschäftstüchtig und anständig ist, kann er ja in einem Bankgeschäfte sein Unterkommen finden und eventuell später als Börsedisponent sehr Ersprießliches leisten.

durch einen Beamtenkörper besorgt; der erste Beamte ist der Generalsecretär (§ 41 Statut). Das Wahlsystem ist ein recht complicirtes (§ 17—32); Abstimmungen erfolgen stets *per vota majora,* bei Stimmengleichheit dirimiert der Vorsitzende (§ 36). Die Functionen der Kammer sind im § 33 enthalten, diese werden theils *in corpore,* theils in Ausschüssen ausgeübt. Es wäre entschieden wünschenswert, den „Coulissiers“ eine etwas größere Einflussnahme bei den Wahlen, resp. bei der Zusammensetzung der Börsekammer einzuräumen, da sie bei der bestehenden Ordnung von der *haute banque* und *haute finance* vollständig majorisiert werden.

Die Börseleitung ist für die Aufrechthaltung der Ruhe und Ordnung an der Börse während der Börsezeit verantwortlich und berechtigt, die hiezu erforderlichen „polizeilichen“ Maßregeln zu treffen (§ 3 B. G.).

§ 17 B. G. statuiert als Strafen Geldbußen bis zu eintausend Gulden und die Ausschließung auf bestimmte Zeit. [1])

Neben den Ordnungsstrafen gibt es als Strafe die Ausschließung vom Börsebesuche wegen Verbreitung falscher Gerüchte. Dies ist keine Disciplinarstrafe: denn einer Disciplinarstrafe kann nur jemand unterworfen werden, welcher im Verbande bleiben soll, während man Leute, welche man ausschließt, gar nicht mehr haben will, weil man nicht imstande ist, diesen Disciplin beizubringen. [2])

Ich betonte oben, dass der Börsekaufmann nicht nur die kaufmännische Ehre zu wahren habe, sondern auch über rein

---

[1]) Bei Geldstrafen bis 100 fl. und bei Ausschließung auf nur 3 Monate ist kein Rechtsmittel, bei höheren Strafen eine binnen 14 Tagen (wohl *ab intimato* des Erkenntnisses?!) einzubringende Berufung an die politische Landesbehörde zulässig.

[2]) Ein gutes Beispiel bietet die Arrangementordnung: § 1, al. 3 setzt für den ersten Fall der Umgehung des Arrangements eine Geldbuße, für den Wiederholungsfall Ausschluss fest.

Vgl. die Kundmachungen der Börsekammer vom 19. Jänner 1876, vom 17. Jänner 1880, vom 21. December 1892, § 7, al. 5, § 9 Arrangementordnung. Ähnlich § 8 D. B. G.

Eine reine Ordnungsstrafe enthält § 10 Statut, wonach eine Person, welche sich den Anordnungen der berufenen Organe nicht fügt, sofort auf Anordnung zweier Börseräthe entfernt werden kann. Ähnlich § 5 Frankfurter, § 19 der Berliner Börseordnung.

conventionelle Regeln hinausgehende Normen für denselben gelten müssen, welche aus dem engen Zusammen- (oder richtiger Nebeneinander-) Handeln entstünden, und die so entstandenen Pflichten bezeichnete ich als der „Börsenehre“ entspringende. Die Verletzung rein conventioneller Pflichten ist als Disciplinarübertretung mit einer Ordnungsstrafe zu ahnden. Die Verletzung der „Börsenehre“ soll nur durch Strafen geahndet werden, welche eben die Börsenehre eines Individuums schmälern, ja vernichten kann. Ansätze zu einem solchen Ächtungsverfahren findet man in § 17, al. 6 B. G., welcher bestimmt, dass die Namen derjenigen, welche den ihnen aus einem Börsegeschäfte obliegenden Verbindlichkeiten nach Ablauf des zur Erfüllung derselben bestimmten Zeitpunktes nicht entsprochen haben, durch Anschlag innerhalb des Börsegebäudes veröffentlicht werden können.

Thatsächlich ist diese Bestimmung wohl nicht im Statut, wohl aber in § 19 Arrangementordnung aufgenommen und wird der Name eines Insolventen um $^1/_2$1 Uhr an einer Tafel im Börsesaal angeschrieben. Das nennt man „Ausläuten“ — und jeder Börsemann empfindet es sehr peinlich, wenn er ausgeläutet wird. Dass er seine Gläubiger nicht befriedigen kann, stört ihn sehr, dass er für die nächste Zeit nicht mehr an die Börse kann, auch; dazu kommt jenes niederdrückende Gefühl, welches man ganz richtig als Minderung der Ehre bezeichnet; doch ist das Nichtzahlen noch keineswegs an sich ein Vergehen gegen die Börsenehre [1]), wenn es nur kein Nichtzahlen*wollen* ist.

Viel schlimmer ist die dolose Beeinflussung der Course durch Scheingeschäfte, Verbreitung falscher Gerüchte, Unter-der-Hand-Regulierungen, dann der Abschluss von Geschäften mit Angestellten von an der Börse vertretenen Firmen für deren Privatrechnung, „soferne der andere es wissen oder durch die Umstände darauf schließen musste“. Doch wie *Cohn* [2]) richtig betont, muss die Beschränkung einer Ehrengerichtsbarkeit auf die an der Börse selbst vorkommenden Verfehlungen

---

[1]) Es sind gewöhnlich nur unanständige, unbeliebte Elemente, welche man allen lässt; bei anderen erfolgt, wenn es sich nicht um große Summen handelt, stets eine Regelung; 1898 wurden in Wien nur 6 Insolvenzen declariert.

[2]) Deutsche Rundschau, 1894, pag. 293.

unbefriedigend wirken, denn an der Börse hat die bereits bestehende Disciplinargewalt die Leute ziemlich in Schranken gehalten. Für die ärgsten Fälle haben wir schon lange (auch in Österreich) das Strafgesetz (arg. § 17 B. G. „ohne Rücksicht auf die nach den allgemeinen Strafgesetzen etwa eintretende Behandlung“). Gerade im Verkehre mit dem Publicum wissen wir von Vorfällen, welche unehrenhaft sind und nach einer Ahndung schreien. Wenn auch der Commissionär vom Committenten im Stich gelassen wird, wenn man eine strenge, civilrechtliche Haftung des Emittenten feststellt, ist dies keine genügende Strafe, da er nur materiell getroffen wird; gewisse Papiere dürfen nicht emittiert werden, gewisse Formen des Commissionsverkehrs sind unehrenhaft; und man kann leider die betreffenden Personen doch sonst gar nicht treffen, denn um das Strafgesetz wissen die Schuldigen herumzukommen, und eine Proscription durch die Zeitungen ist immerhin ein bedenkliches und auch nicht sicher wirkendes Mittel.

Es ist daher ein sehr einleuchtendes Mittel, eine Person, welche durch ihr Gebaren [1]) den Stand der Börsekaufleute in den Augen der anständigen Welt herabsetzt, auch durch diesen Stand bestrafen zu lassen. Wir kehren hier also zu einer Institution zurück, welche im germanischen Rechtsleben wurzelt: dass nämlich nur Standesgenossen über eine Person zu Gericht sitzen sollen. Freilich hat sich der Begriff Stand ja geändert. Wir haben (bis auf wenige Reste) keine Geburtsstände, sondern nur eine auf Grund von Berufsgliederung erfolgte Ständegliederung, daher dann richtiger gesagt wird, die Berufsgenossen sollen in einem solchen Falle Richter sein. Diese kennen das Individuum besser als ein Staatsbeamter und andererseits spricht aus solchen nicht die *communis opinio*. Einem solchen Urtheile ist große innere Wahrheit zuzuschreiben. Dass das Urtheil zu milde ausfallen werde, ist nicht zu fürchten [2])

[1]) Solche Handlungen sind z. B. Anwendung von Geschäftsbedingungen, welche gegen den kaufmännischen Anstand verstoßen, Anreizung zu Börsespeculationen (namentlich durch alle Arten von Reclame), Abschluss von Geschäften rein speculativer Art mit Leuten in dürftiger wirtschaftlicher Lage, gravierende Fälle von Emissionen unsolider Wertpapiere, der „Coursschnitt“ (vgl. Steinbach, Rechtsgeschäfte . . . S. 111); über alle diese Punkte kann erschöpfend nur in einem Recht des Commissionshandels gesprochen werden.

[2]) In Schiedsgerichten zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern verur-

und eine Controle durch die Staatsbehörde kann auch verhüten, dass ein Unschuldiger aus Neid, Gehässigkeit oder aus ähnlichen Motiven gestraft werde. Concrete Gestalt hat nun ein solches Gericht durch das D. B. G. erhalten. Das durch den § 9 geschaffene „Ehrengericht" zieht Börsebesucher zur Verantwortung, „welche im Zusammenhange mit ihrer Thätigkeit an der Börse sich eine mit der Ehre oder dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen nicht zu vereinbarende Handlung haben zu Schulden kommen lassen".[1])

In Deutschland hat man sich nicht entschließen können, als Richter die Berufsgenossen im eigentlichen Sinne zu nehmen, sondern man hat dazu die mit der unmittelbaren Aufsicht betrauten Handelsorgane gemacht, oder, wo dies nicht der Fall ist, wird das Ehrengericht von den Börsenorganen gewählt.[2]) Die Schilderung des *modus procedendi* würde zu weit führen.[3]) Die Strafen sind: Verweis, zeitweiser und dauernder Ausschluss. Geldstrafen sind absichtlich nicht eingeführt worden, weil man es mit einem Ehrengericht zu thun hat und die Leute eben verdientermaßen in der Achtung herabsetzen und dadurch in ihrem Ehrgefühl kränken will. Dass freilich die höchste Strafe dieses Gerichtes, der gänzliche Ausschluss eine

---

theilen die Arbeitgeber und -nehmer die Angehörigen ihrer Standesgruppe viel leichter als umgekehrt.

[1]) Aus den Worten „Ehre oder Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen" gewinne ich auch den Begriff der Börsenehre; denn „Ehre" und „Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen" werden als gleichwertig nebeneinandergestellt und durch die vorhergehenden Worte „im Zusammenhange mit ihrer Thätigkeit an der Börse" ist es mir nun möglich, eine Börsenehre herauszuschälen, denn Kaufmannsehre wäre gleich Handeln des Kaufmanns mit Rücksicht auf kaufmännisches Vertrauen, also ein Pleonasmus.

[2]) In Berlin fungieren Mitglieder des Ältesten-Collegiums, in Frankfurt Mitglieder der Handelskammer. Ganz anders ist die Regelung z. B. in Basel: § 2 Statuten lautet: „Auf Grund . . . „illoyalen" Benehmens kann ein Mitglied auf Antrag des Banksectionsvorstandes durch die allgemeine Versammlung der Mitglieder in geheimer Abstimmung mit drei Vierteln der anwesenden Stimmen aus der Section und aus dem Börsenlocale ausgeschlossen werden."

[3]) Zunächst findet eine Voruntersuchung statt, und nach dem Ergebnisse derselben wird das Verfahren eingestellt, oder es findet eine Hauptverhandlung statt. Der Staatscommissär wirkt beim ehrengerichtlichen Verfahren gleich einem Staatsanwalt im Strafprocess mit. Es besteht auch eine Berufungskammer, welche in zweiter Instanz entscheidet (vgl. §§ 9—27 D. B. G.).

tiefgehende materielle Schädigung mit sich bringt, ja oft den Ruin einer Existenz zur Folge hat, muss zugegeben werden, ist aber nur eine logische Folge; denn wenn man jemanden für ehrlos erklärt, dann muss man ihn eben ausstoßen.

Über den Erfolg des Ehrengerichtes kann man heute noch nichts sagen, da ja erst knapp zwei Jahre seit Inkrafttreten desselben verflossen sind.

Die Ansätze zu einem solchen Ehrengericht sind bei uns ja auch vorhanden, wenn auch der Name fehlt; namentlich das „Verbreiten falscher Nachrichten" und die Entgegennahme von Aufträgen zu Börsegeschäften der Handelsangestellten von Bankfirmen für ihre Privatrechnung ist verpönt.

Aus dem allgemeinen Verbot des Art. 59 H. G. B. kann man nicht folgern, dass es dem Handlungsgehilfen eines Bankhauses verboten sein soll, Effecten zu kaufen und zu verkaufen; denn Effecten sind ja Wertträger so allgemeiner Art, dass beinahe jeder solche besitzt und folglich einmal kaufen und verkaufen muss; zu beurtheilen, wann Käufe und Verkäufe über diese Grenze hinausgehen, ist stets misslich und daher das allgemeine Verbot recht zweckmäßig. Wenn ein Commis seine Ersparnisse anlegen muss oder der höhere Bankbeamte einmal eine speculative Operation entrieren will, thut er das viel zweckmäßiger unter den Augen seines Chefs; damit hat dieser die Macht, ja die Pflicht zu sagen: „das ist kein Geschäft für Sie, das darf nicht ausgeführt werden," und namentlich ist es nicht möglich, dass dann Commis Operationen in denselben Papieren vornehmen wie ihre Herren und dadurch diesen großen Schaden bereiten; auch ist ja die Gefahr vorhanden, dass Beamte speculieren und dann bei Verlusten sich an den anvertrauten Geldern vergreifen.

Erwägungen ähnlicher Art sind es, welche zu dem Vorschlage geführt haben, man solle öffentlichen Cassenbeamten und Personen in ähnlicher Stellung den Abschluss von Börseoperationen verbieten; doch muss dieser Vorschlag, obwohl ihm ein berechtigter Kern innewohnt, als praktisch undurchführbar zurückgewiesen werden.[1])

---

[1]) Man will Bankdirectoren und Verwaltungsräthen gleichfalls die Theilnahme an Börseoperationen verbieten; es geht aus Gründen der Disciplin nicht

Eine sehr wichtige Rolle spielen die **Mäkler.** Schon sehr frühe mussten Leute finden, dass es für einen Käufer schwer sei, stets den richtigen Verkäufer zu finden, und so entwickelte sich denn das Vermittlungsgeschäft zu einem Gewerbe. Besonders günstig war für diese Entwicklung, dass es doch in früheren Zeiten keine Stellvertretung gab, der Betreffende also mit dem persönlichen Abschluss seiner Geschäfte soviel zu thun hatte, dass es eine wahre Erleichterung war, Leute zu haben, welche wenigstens die beiden Contrahenten zusammenbrachten: dies ist die ursprüngliche und reine Thätigkeit des Mäklers. Ob dann der Makler auch als Zeuge oder als Urkundsperson fungierte, ist eine Hypothese, welche vieles für sich hat, hier aber nicht zu untersuchen ist (Laband, Ehrenberg); jedenfalls aber war Abschließen nicht seine Sache, und wenn wir heute sehen, dass allerorts der Mäkler auch abschließt, so ist diese Thätigkeit eine accessorische, dem Wesen fremde.

Heute versteht man unter den Handelsmäklern (Sensalen) jene Personen, welche unter öffentlicher Autorität und Beeidigung und unter den ihnen insbesondere eingeräumten Begünstigungen und auferlegten Verpflichtungen zur Vermittlung von Börsegeschäften bestimmt sind. Diejenigen Personen, welche sonst auf der Börse vermitteln, thun dies *per nefas*, sie sind Winkelsensale *(Courtiermarrons)*. Die Mäkler, die an einer Börse bestellt sind, können ihr Amt auch außerhalb der Börse ausüben. Der officielle Name ist bei uns Handelsmäkler (Sensal). Das Börsestatut spricht von den Börsesensalen; die niederösterr. Statthaltereiordnung vom 8. December 1875 spricht von „Effectensensalen“.[1] Sie sind vom Gesetzgeber als Beamte gedacht und erinnert ihre Stellung stark an die der Notare, obwohl bei diesen die Function einer Urkundsperson entscheidend ist. Um Sensal zu werden, muss

---

an, diesen Personen die Pflicht aufzuerlegen, nur bei ihrem Institute unter den Augen des Aufsichtsrathes, aber auch ihrer Beamten zu operieren; solchen Personen den Abschluss von speculativen Geschäften direct zu verbieten, wäre thöricht, da müsste man sie wohl gleich den Ordenspersonen für vermögensunfähig erklären; Die Grenze zu ziehen zwischen „erlaubten“ und „unerlaubten“ Geschäften muss man der Einsicht und dem Taktgefühl der Betreffenden überlassen.

[1]) Der Ausdruck Börsesensal ist also nicht gesetzmäßig, da es officiell nur „Effecten“- und „Warensensale“ gibt.

man österreichischer Staatsbürger, 24 Jahre alt, von unbescholtenem Lebenswandel sein und die freie Verwaltung seines Vermögens besitzen, ferner eine Prüfung aus den commerziellen Fächern vor der betreffenden Börseleitung bestanden haben. Behufs Besetzung einer Stelle wird ein Concurs ausgeschrieben; die Ernennung erfolgt von Seite der Börsekammer und muss von der Statthalterei (Landespräsidium etc.) bestätigt werden; nach erfolgter Beeidigung erhält der Sensal vom Börsecommissär das Tagebuch.

Die Pflichten und Rechte der Sensale sind zunächst in der *clausula generalis* des Art. 69, al. 1 enthalten: „Fleiß, Vorsicht, Genauigkeit, Treue und Redlichkeit und Vermeidung alles desjenigen, was das Vertrauen in ihre Unparteilichkeit und in die Glaubwürdigkeit der von ihnen ausgehenden Urkunden schwächen könnte.“ Sie dürfen für eigene Rechnung absolut keine Handelsgeschäfte machen, und auch nicht, sei es als Erstverpflichtete, sei es als Bürgen, sich für die Geschäfte verbindlich machen: sie dürfen also nicht Proprehändler, nicht Handelsgesellschafter, noch Director, Aufsichtsrath oder Verwaltungsrath einer Actiengesellschaft oder Actien-Commanditgesellschaft sein, noch weniger Procuristen, Handelsbevollmächtigte, Handlungsgehilfen; Actionäre dürfen sie natürlich sein, sie dürfen sich, wenn es sich um Namen-Actien handelt, auch in das Actienbuch eintragen lassen; ob sie stille Gesellschafter, Commanditisten, Mitglieder einer Gelegenheitsgesellschaft sein dürfen, ist im Gesetze wohl nicht gesagt, aber nach der *ratio* desselben zu verneinen. Das deutsche Gesetz verbietet dies ausdrücklich. Die Mäkler dürfen keine Gesellschaften untereinander bilden, wohl aber sich zu Gremien vereinigen, welche nach Statuten organisirt sind und z. B. zur Versorgung von Witwen und Waisen dienen können und zur Geltendmachung von Standesfragen etc.; dagegen kann sich ein Mäkler die Erlaubnis geben lassen, ein großes Geschäft anderen Collegen mitzutheilen, weil er allein vielleicht nicht imstande wäre, genügend Gegencontrahenten zu finden. Das Amt des Mäklers ist an die Person gebunden, sie dürfen sich nur durch einen Handelsmäkler vertreten lassen, wozu bei mehr als 8tägiger Abwesenheit die Bewilligung des Börsencommissärs gehört; Verschwiegenheit über alle Geschäfte ist selbstverständlich Pflicht

der Mäkler. Scheingeschäfte und fraudulose Geschäfte, und Geschäfte über Papiere, die nicht im amtlichen Coursblatt der Börse notiert sind, dürfen sie nicht vermitteln; dann auch keine Anträge von Personen, die sie nicht kennen, oder die notorisch insolvent sind, oder welchen die Eigenberechtigung fehlt, entgegennehmen, ebensowenig von außerhalb ihres Amtsortes befindlichen Personen.[1])

Namentlich aus den letzteren Bestimmungen ist zu entnehmen, dass das Gesetz ängstlich bemüht war, das Amt des Mäklers mit allerlei Cautelen zu umgeben, und man muss die Vorschriften, die nun gleich zu besprechen sind, als ein Compromiss zwischen theoretischen Forderungen und praktischem Bedürfnis bezeichnen.

Zunächst erregt es Befremden, dass in Art. 69, 4 steht: zur „Abschließung" der Geschäfte dürfen sie sich eines Gehilfen nicht bedienen, es ihnen jedoch gestattet, zur Übernahme von Vermittlungsaufträgen Gehilfen zu verwenden: dies kann wohl nur verstanden werden, dass man annimmt, es ist möglich, dass Y dem Sensal oder seinem Gehilfen sagt: ich suche 50 Stück X-Actien; der Mäkler dann aber persönlich sich um einen Verkäufer umsehen muss, denn an die Geschäfte des Art. 69*a* kann hier wohl noch nicht gedacht werden; es ist „abschließen" dem „Vermittlungsauftrag übernehmen" als *majus* gegenübergestellt. Wichtig ist die Modification älterer Normen, welche Art. 69*a* herbeiführt, nämlich bezüglich des Rechtes, ein Geschäft zu vermitteln, bei dem der Gegencontrahent nicht genannt wird; bei diesen Geschäften wird der Name des Sensals genannt, und dieser figuriert dann auf den Liquidationsbogen etc.; natürlich kann ebenso gut der Sensal für sich kaufen; in diesem Falle „schließt" derselbe wirklich Geschäfte „ab", und ist die Partei berechtigt, sich an den Sensal zu halten, welcher deshalb, um nicht zu Schaden zu kommen, Deckung verlangen wird, wenn er es nicht mit einer notorisch gutsituierten Persönlichkeit zu thun hat („wenn er von diesem angemessene Deckung erhalten hat oder mit voller Beruhigung erwarten kann"). Das Geschäft ist unbedingt giltig.

[1]) Die letztere schon erwähnte Bestimmung ist wohl geeignet, fingierte Aufträge zu verhindern, aber hat zur Folge, dass ein großer Banquier, welcher sich auswärts befindet, keine telegraphische Ordre direct an den Sensal schicken kann!

Er hat die Geschäfte zu vermitteln, die Parteien einander bekannt zu geben: alles weitere ist nicht mehr essentiell, weder die Eintragung in das Handbuch, noch in das Tagebuch, noch die Ausstellung der Schlussnoten! Das Handbuch dient nur zur Unterstützung des Gedächtnisses; das officielle Buch ist das Tagebuch (Journal): dieses wird vor dem Gebrauch vom Börsecommissär vidiert und ebenso, nachdem es verbraucht ist. Die Eintragungen müssen täglich erfolgen: sie umfassen die Namen der Contrahenten, die Bezeichnung des Geschäfts-Gegenstandes, die Zeit des Abschlusses, Preis und Lieferungszeit etc.; wenn ein Geschäft *mutuo dissensu* rückgängig gemacht wird, wird dies auf Verlangen der Partei eingetragen. Die Eintragungen haben nach dem Datum zu geschehen, und zwar in gerichtsüblicher Sprache. Sollten Änderungen nöthig werden, so ist nach Art. 32 H. G. B. so vorzugehen, dass kein Zweifel entstehen kann, ob sie bei der ursprünglichen Eintragung oder erst später gemacht wurden; Radierungen und leere Räume sind verboten; Durchstreichungen dürfen nicht das Geschriebene unleserlich machen. Das Tagebuch liefert in der Regel den Beweis für den Abschluss des Geschäftes und dessen Inhalt: mitunter (und jetzt nach § 272 öst. C. P. O.) kann aber der Richter auch geringeres Gewicht beilegen; die Vorlage kann von amtswegen angeordnet werden.

Nach Abschluss des Geschäftes hat die Eintragung und dann die Ausstellung der Schlussnoten an die Parteien zu erfolgen. Bei den Arrangementgeschäften ist j e d e r Partei eine von der Gegenseite unterzeichnete Note zuzustellen, außer bei den Geschäften des Art. 69 *a*, den sogenannten anonymen Geschäften; die Beweiskraft dieser Schlussnoten ist gleichfalls eine privilegierte (§ 293 öst. C. P. O.), jedoch auch nur unbeschadet innerhalb der Grenzen des § 292. — Auch später ist es den Parteien gestattet, Auszüge zu verlangen, die ähnlich sind den Auszügen aus den Standesmatriken. Die Einsicht steht jeder Partei bezüglich ihres Geschäftes zu, dritten Personen nur mit der Parteien Erlaubnis oder über ämtlichen Auftrag. Der Börsecommissär kann jederzeit Einsicht nehmen.

Wenn das Geschäft vermittelt ist, d. h. die Parteien sofort, oder nachdem der Mäkler die Parteien bekannt gegeben hat, diese noch am nämlichen Tage das Geschäft schließen,

hat der Handelsmäkler seine Gebür (Sensarie, Courtage) verdient; bei bedingten Geschäften jedoch erst, wenn diese unbedingt geworden sind. Für erfolglose Unterhandlungen ist nichts zu zahlen. Die Courtage ist im allgemeinen von jeder Partei zur Hälfte zu entrichten.[1])

Was die Haftung des Sensales anlangt, so hat er für jedes Verschulden der beschädigten Partei „Schadloshaltung" zu gewähren, d. h. nach dem H. G. B. den erlittenen Schaden und entgangenen Gewinn zu ersetzen, was sehr empfindlich werden kann und die Sensale oft in eine schiefe Lage bringt.

Besonders zu beachten ist die Haftung des Art. 69 a bei anonymen Geschäften, bei welchen der Sensal subsidiär persönlich dem Gegencontrahenten haftet, also trotz Art. 69, 1 eine Bürgschaft leistet (Grünhut). Die Sensale müssen eine Caution stellen.

Der Handelsmäkler ist durch die übertragene Geschäftsvermittlung noch nicht bevollmächtigt, eine Zahlung oder eine vertragsmäßig bedungene Leistung in Empfang zu nehmen; er ist aber ohne Vollmacht berechtigt, das Entgelt für Verkehrsgegenstände zu übernehmen, welche den Gegenstand seiner Vermittlung gebildet haben, wenn diese von ihm ausgefolgt werden. Die politische Landesbehörde kann den Handelsmäklern auch gestatten, Waren und Wertpapiere zu versteigern. Bezüglich der oben erwähnten Gremien ist vorgesehen, dass dieselben in ihren Statuten Beiträge vorschreiben, welche eventuell zwangsweise eingehoben werden; gleich nach der Ernennung ist ein Beitrag einzuzahlen. — Wegen Verletzung der Amtspflichten werden die Handelsmäkler zu Ordnungs- und Disciplinarstrafen verurtheilt. Ordnungsstrafen sind Verweis und Geldbußen von 10 bis 100 fl., Disciplinarstrafen von 100 bis 1000 fl., Suspension vom Amte auf bestimmte Zeit, Amtsentsetzung. Eine Disciplinarstrafe kann nur auf Grund einer Disciplinaruntersuchung durch eine Commission von 4 Börse-

[1]) Ihre Höhe wird in Österreich vom Statthalter nach Einvernahme des Gremiums, des Börsecommissärs und der Börseleitung bestimmt. Sie beträgt nach der Verordnung der n.-ö. Statthalterei vom 8. December 1875 1 ‰ vom Courswerte bei den meisten Geschäften; bei Devisengeschäften $^{8}/_{10}$ ‰; bei Zeit- und Prämiengeschäften als anonymen Geschäften meistens den $1^{1}/_{2}$fachen Betrag der sonst zu entrichtenden Gebür.

räthen verhängt werden. Daneben untersteht der Handelsmäkler selbstverständlich dem Strafgesetzbuch, außerdem den Normen in Stempel- und Gebürensachen (§ 25 des Ges. vom 8. März 1876) und denen des Effectenumsatzsteuergesetzes vom 9. März 1897 nach § 27, resp. § 25. Es ist ein Rechtszug an die Verwaltungsbehörden organisiert.

Die Sensale haben ursprünglich nur die Aufgabe, dem Verkäufer einen Käufer (resp. umgekehrt dem Käufer einen Verkäufer) gegenüberzustellen: also zu vermitteln; in einem weit späteren Zeitpunkte mag es vorgekommen sein, dass man den Mäkler bat, da zu bleiben und als Zeuge des Consenses zu fungieren. Zu der Zeit, zu welcher Bücher bestanden, in welche die abgeschlossenen Geschäfte einzutragen waren, ist es selbstverständlich, dass die Sensale beim Abschlusse anwesend waren. Als dann später bei einem entwickelten Verkehr sich ein Marktpreis bildete und auch das Bedürfnis entstand, einen solchen zu constatieren, nahm man die reiche Erfahrung der Person des Mäklers zu Hilfe. Die später thatsächlich vorhandene Function des Mäklers, quasi als Notar zu intervenieren (namentlich bei den Executionsverkäufen u. ä.), mag Laband[1]) veranlasst haben, die Hypothese aufzustellen, der Mäkler sei ursprünglich eine Urkundsperson gewesen und habe sich auf germanischem Boden entwickelt, welche Hypothese von Goldschmidt angegriffen[2]) und von Ehrenberg als unrichtig erkannt wurde.

Thatsächlich finden wir überall Mäkler. Besonders entwickelt haben sich die französischen Mäkler, die *agents de change.*[3]) Eine solche Stelle ist sehr schwer zu erlangen, und

---

[1]) Zeitschrift f. deutsches Recht, XX. Bd., S. 1 ff.

[2]) Goldschmidt in seiner Zeitschrift, Bd. XXVIII, S. 117 ff. weist nach, dass die Mäkler eine Institution sind, welche sich in romanischen Ländern entwickelte, wie aus den Statuten der großen italienischen Handelsplätze hervorgehe (z. B. in Genua bestehen sie schon 1154 als Censarii, ebenso in Pisa u. a. a. O.). Ehrenberg in derselben Zeitschrift, Bd. XXX, S. 405 „Makler, Hosteliers und Börse in Brügge“, überzeugt uns, dass die Hosteliers (die großen Herbergswirte) auch geschäftlich für ihre Gäste thätig waren, und dass sich als deren Gehilfen die Mäkler entwickelten; von einer öffentlichen Glaubwürdigkeit war damals keine Spur. (Vgl. auch *tit. Dig. de proxeneticis, L. 14.*)

[3]) Schon unter Karl IX. finden wir *„courtiers de change et banque“*, Louis XIII. hat sie privilegirt; die Institution hatte dann mannigfache Schicksale,

zwar namentlich, weil dieselben sehr theuer sind. Man kann den Preis einer Stelle auf circa 2½ Millionen Francs veranschlagen (Kaufschilling, Caution, Beiträge an die *caisse commune*), daher denn eine einzelne Person eine Stelle auch schwer erwerben kann, sondern der *agent de change* stille Gesellschafter haben muss; es gibt eigene Mustergesellschaftsverträge. Capitalisten, welche ihr Geld hoch verzinsen wollen, schießen den Kaufpreis zusammen, eine Person kauft die Stelle, und die anderen participieren am Gewinn. Der *agent de change* ist ein Beamter, aber das Beamtenverhältnis ist kaum zu erkennen: sie nehmen Aufträge entgegen und compensieren diese im eigenen Namen und treten dem Publicum gegenüber als Selbstcontrahenten auf, erinnern also in vielem an die Commissionäre; andererseits arbeiten sie unter sehr strengen Vorschriften. Der Raum, in welchem die *agents de change* arbeiten, heißt „Parquet"; sie bilden eine Corporation: der Vorstand ist der *„conseil des Septs"*.[1]) Die Corporation kommt für den Schaden auf, welchen ein *agent de change* nicht ersetzen kann: zu diesem Behufe besteht die *„caisse commune"*. Nach dem französischen Gesetze ist der *agent* nur Beamter, in der Praxis hat sich dies freilich nicht erhalten.

Nach Art. 85 *code de commerce* konnte der *agent „ni recevoir ni payer pour le compte de ses commettants"*, durch Art. 86 war jede civilrechtliche Verantwortlichkeit ausgeschlossen. In der Praxis hielt man sich nicht danach, und Jeanotte Bozérian bezeichnete ganz richtig den Geschäftsbetrieb als nicht nur *praeter legem*, sondern *contra legem*. Erst das Gesetz vom Jahre 1885 sanctionierte den bestehenden Rechtszustand (*„sont abrogés les articles § 85, § 3 et 86 Code de commerce"*). Die *agents de change* waren gezwungen, die durch das Gesetz gesetzten Schranken zu überschreiten, infolge der heftigen

---

sie wurde umgemodelt, ja unterdrückt (*arrêts du conseil d'Etat* von 1595, 1638, 1639). Im 18. Jahrhundert fand eine Reorganisation statt, und seit 1816 besteht das Recht, seinen Nachfolger zu präsentieren. Derzeit bestehen 80 Stellen.

[1]) Die Corporation der *agents de change* ist auf dem Principe der Sodalität und Confraternität gegründet; so wird z. B. im Statut bestimmt, wie viele *agents de change* an dem Leichenbegängnisse eines verstorbenen Collegen theilzunehmen haben u. ä.! Vgl. *réglement général de la compagnie des agents de change à Paris* vom 12., 16., 19. November 1832, *Manuel des agents de change.*

Concurrenz der „Coulisse“.[1]) Es ist ein langer Kampf, welchen *„agents de change“* und *„coulissiers“* führten; doch trotz aller Beschränkungen hat sich die Coulisse erhalten[2]), und selbst als man im Jahre 1898 derselben den Todesstoß versetzen wollte, indem man jedes Geschäft, welches sich nicht auf das Bordereau eines *agent de change* stützt, für klaglos erklärte, gelang dies nicht ganz. Einige Coulissiers zogen nach Brüssel, mit den zurückbleibenden wurde ein Compromiss geschlossen, wonach gewisse Speculationspapiere auch in der Coulisse gehandelt werden dürfen.

Betrachten wir die englischen Verhältnisse: An der Londoner Börse gibt es zwei Personenclassen: die *brokers* und die *jobbers*. Der *broker* hat eine Stellung, welche sehr schwer zu definieren ist: einerseits betrachtet man ihn als Mäkler, welcher stets das Selbsteintrittsrecht ausübt, andererseits als Commissionär (vergleiche die Controverse zwischen Struck und Ehrenberg); der *jobber* ist unser Coulissier, er wird auch *dealer* genannt.[3])

In den übrigen Staaten haben wir entweder privilegierte Mäkler, wie in Kopenhagen (die „Vexellerere“) oder in Madrid; in Antwerpen, in Brüssel gibt es als Vermittler *„agents de change“* und *„coulissiers“* nebeneinander, d. h. es ist kein Privilegium der *agent de change* geschaffen, ebenso nicht bei den Sensalen in Christiania; in Amsterdam, Rotterdam, Alexandrien gibt es keine beeideten Börsesensale, ein Privilegium haben sie in Stockholm; in Italien gibt es Sensale und Agenten, in Florenz und Rom haben die Sensale kleine Privilegien, in Barcelona bestehen Sensale, *„corredores reales“*, sie haben aber kein Privilegium; in Russland gibt es Sensale und Agenten; in Portugal nur privilegierte Sensale. (Grünhut, Haupt geben noch weitere Details.)

Im Deutschen Reiche ist nach dem B. G. und dem neuen

---

[1]) Vgl. die Darstellung Léon's.

[2]) Namentlich trotz der allgemeinen Rechtsanschauung: *„Les opérations faites dans la coulisse et entre coulissiers étant radicalement nulles, ne peuvent produire en justice ni action, ni répétition.“*

[3]) Rule 43 spricht von *dealer;* Stulfield, S. 23, bemerkt dazu: *a man was called a dealer who always had a certain amount of the stocks he dealt in in his possession; a jobber on the other hand always had his book level.*

deutschen Handelsgesetzbuche der Handelsmäkler aus dem Börserecht verschwunden. § 34 B. G. sagt: Für die Vermittelung von Börsegeschäften findet eine amtliche Bestellung von Handelsmaklern im Sinne des Art. 66 des Handelsgesetzbuchs nicht statt, die bisher erfolgten Bestellungen verlieren ihre Wirksamkeit. An ihre Stelle treten theilweise die Kursmakler, das sind Hilfspersonen, welche die Vermittelung von Börsegeschäften in den betreffenden Wertpapieren thatsächlich betreiben und bei der amtlichen Festsetzung mitzuwirken haben. Sie sind beeidet, bei der Coursfeststellung ihre Pflichten getreu zu erfüllen; sie dürfen in ihren Geschäftszweigen im eigenen Namen oder für eigene Rechnung nur soweit Handelsgeschäfte schließen oder eine Bürgschaft übernehmen, als dies zur Ausführung nöthig ist. Der Kursmakler führt ein Tagebuch ganz wie bei uns. Die Kursmakler müssen, solange sie die Thätigkeit als Kursmakler ausüben, die Vermittelung von Börsegeschäften in den betreffenden Wertpapieren betreiben. Sie sind nur für ihre Mitwirkung bei der amtlichen Coursnotierung beeidet[1]), können also ganz gut fraudulose Geschäfte vermitteln, und diese werden dann bei der Notiz berücksichtigt. Nach § 24 der Berliner Maklerordnung müssen die Coursmakler die Geschäfte, welche sie für eigene Rechnung oder in eigenem Namen abgeschlossen haben, sowie die von ihnen für vermittelte Geschäfte übernommenen Bürgschaften in ihren Tagebüchern täglich vor Vollziehung der Unterschrift übersichtlich zusammenstellen.[2])

Unsere Sensale und die deutschen Kursmakler sind auch noch sehr wichtig als berufene Organe nach Art. 311, 343,

---

[1]) Freilich unterstehen die Makler dem Ehrengericht.

[2]) An den deutschen Börsen (Berlin, Frankfurt) werden die Kursmakler durch eine Maklerkammer vertreten, welche wieder einen Vorstand hat. Dieser wie die Maklerkammer selbst haben wichtige Functionen: Die Vertheilung der Geschäfte unter die einzelnen Coursmakler (Gruppenbildung), Aufsicht über die Makler, Schlichtung von Streitigkeiten, Abgabe von Gutachten etc. Schon im Gesetze ist die Organisation der „Maklerkammer" erwähnt und ihr namentlich zugestanden, bei Vertheilung der Geschäfte und Bestellung von neuen Maklern gutachtlich gehört zu werden. In Frankfurt a. M. wird die Maklerkammer von der Handelskammer ernannt; dieselbe hat periodisch Sitzungen abzuhalten, welchen der Staatscommissär mit berathender Stimme beiwohnt. Die Maklerkammer ist zugleich Disciplinargericht über die Makler, und es ist z. B. durch die §§ 32—42 der Frankfurter Börsenordnung ein Disciplinarverfahren eingeführt analog dem Verfahren vor dem Ehrengerichtshofe.

348, 354, 357, 365, 366 des D. H. G., ferner nach Art. 50 Wechselordnung und § 268 der neuen Executionsordnung.

Die Entwicklung: Vermittlung, Abschluss nomine der Parteien und dann Selbsteintrittsrecht ist überall zu constatieren; z. B. bei uns in Österreich mussten nach dem kaiserl. Patent von 1854 die Parteien zum Abschlusse eines Geschäfts besonderen Auftrag ertheilen, der aber schon darin lag, dass die Bedingungen vorgezeichnet sind. Davon steht nichts mehr im Gesetze von 1875. Der Makler hat heute das Recht, ein Geschäft nach Art. 69*a* abzuschließen, wie der Commissionär nach Art. 376 vorgehen darf. Der Makler darf also vermitteln und abschließen, und die Zahl der Geschäfte, bei welchen er abschließt[1]), ist viel größer als die, wo er nur vermittelt; schon § 26 des mehrcit. kais. Pat. sagte, dass, wenn der Sensal den Namen seines Auftraggebers nicht nennen darf, er denjenigen, mit dem das Geschäft abgeschlossen ist, für die richtige Erfüllung desselben in Anspruch nehmen darf; doch § 29 sagte ausdrücklich: er darf bei seiner Vermittlung keine Verbindlichkeit eingehen, welche ihn in eine die Rechte anderer Parteien gefährdende Haftung verwickeln könnte, oder Geschäftsvermittlungen übernehmen, welche zu den Befugnissen des Handelsstandes gehören.

Man sieht also, wie sich die Stellung des amtlichen Handelsmäklers geändert hat; den Beamtencharakter hat er immer mehr abgestreift, obwohl ihm (Art. 272, 4) die Kaufmannsqualität auch heute noch fehlt. Man ist daher vielfach in der Doctrin der Ansicht, die Institution habe sich überlebt und sie sei abzuschaffen. Ich kann dieser Ansicht, obwohl sie von Autoritäten wie Grünhut vertreten wird, nicht beipflichten; sie wurde auch in der D. B. E. stark betont. Halten wir fest: es besteht heute noch immer ein Bedürfnis nach einer vermittelnden Thätigkeit, wenn auch in gemindertem Maße; gemindert deswegen, weil mit der vollständigen Zulässigkeit der Stellvertretung sich namentlich der Commissionshandel entwickelte, und es ist ganz natürlich einfacher, eine und dieselbe Person als Vermittler und stellvertretenden Abschließer

---

[1]) Abschließen von Geschäften ist entschieden weit mehr kaufmännische Thätigkeit als die Vermittlung.

zu haben, zumal diese abschließenden Personen gewöhnlich eine sehr genaue Kenntnis der Marktverhältnisse besitzen. Aber man bedarf an der Börse Personen, welche bei der Fixierung der Course mitwirken, und dies müssen Personen sein, welche selbst bei Geschäften thätig sind. Wenn sie anonyme Geschäfte abschließen, ist eine Interessencollision kaum zu vermeiden (es kann jemand ganz loyale Gründe haben, nicht mit offenem Visier seine Geschäfte zu machen), die bloße Vermittlung bringt keine Gefährdung mit sich. Ferner sind die Handelsmäkler nöthig, um die Functionen der oben cit. Artikel des H. G. B. auszuüben.

In Erwägung all dieser Umstände glaube ich zum Schlusse kommen zu sollen, dass der Makler noch keineswegs entbehrlich ist; doch muss die alte Trennung zwischen „Vermittler“ und „Abschließer“ wieder hergestellt werden. Das Maklergewerbe muss ein „Officialgewerbe“ mit ausschließlichen Rechten und streng controlierten öffentlichen Pflichten werden! oder richtiger ein „Beruf“. Dem einen Zwecke dienen die Makler, dem anderen die Commissionäre; dem Bedürfnis der anonymen Geschäfte dienen gleichfalls die Commissionäre. Die Makler[1]) werden Vermittler und Zeugen des Abschlusses, u. zw. sollen sie möglichst viel vermitteln, weswegen deren Mitwirkung bei Geschäften an der Börse obligatorisch zu erklären wäre nach dem Muster des französischen Gesetzes von 1898.

Jeder Committent soll berechtigt sein, die Schlussnote des Mäklers zu verlangen, widrigenfalls er einfach sagen kann: „Du hast weder gekauft noch verkauft, ich zahle daher auch nicht die entstandenen Differenzen.“ Doch geht es ja, wie schon ausgeführt, nicht an zu verlangen, alle Geschäfte müssen börsemäßig ausgeführt werden, denn die Compensationen und der Proprehandel sind ja nothwendige Institutionen; die Compensationen von Kauf- und Verkaufordres möchte ich unbedingt aufrechterhalten wissen und einfach in die Ausführungsmittheilung den Vermerk aufnehmen „Gekauft von Reg. Nr. . . . .“, wo dann die correspondierende Nummer

[1]) Kaufleute sollen sie auch wirtschaftlich nicht sein; schon Rubr. 22 des Mäklerprivilegs für Brügge spricht dies scharf aus: „Ein Mäkler, welcher Kaufmann wird, verliert die Zunft, wenn er seine kaufmännische Thätigkeit nicht aufgibt.“ Vgl. Ehrenberg, a. a. O. S. 460.

aus dem Steuerregister einzusetzen wäre; bei den Proprekäufen und den Commissionsgeschäften mit Selbsteintrittsrecht wäre zu unterscheiden, ob es sich um Geschäfte in Staatspapieren und Prioritäten handelt, und hier wäre vollständige Freiheit zu gewähren; da sind ja keine Coursschwankungen; anders bei Actien: da ist ein Feld für betrügerische Manipulationen; es wäre daher gut, den Selbsteintritt im Actienhandel auszuschließen und neben dem Commissionshandel mit obligatorischer Schlussnote den Proprehandel franco Courtage und Provision einzuführen. Wenn Commissionär A gestern 100 Stück x-Actien à 100 gekauft hat, so muss er sie beim heutigen Schlusscourse 102 zu diesem geben, oder er muss ein Commissionsgeschäft ausführen und einen Schlusszettel des Sensals beibringen. Der Coursgewinn muss dem Commissionär die Courtage ersetzen und muss ihm Schadloshaltung bezüglich Provision gewähren. Da dies Geschäft vielen zu gefährlich wäre, würden sie es vorziehen, alle Geschäfte börsemäßig, also als Commissionsgeschäfte auszuführen und wäre damit der Effect erzielt, dass die allermeisten Geschäfte über Actien an den Börsen vor sich giengen. Bei Verkäufen von Actien seitens des Publicums wären auch, wenn diese nicht börsemäßig oder compensando erfolgen, Courtage und Provision nicht zu verlangen.[1])

Der Mäkler soll wirklich über den Parteien stehen, und namentlich muss er die Pflicht haben, Börsemanövern entgegenzuwirken. Ein Mann, der jahrelang im Börsebetriebe steht, weiß ziemlich bald, wie viel es geschlagen hat, was ein Geschäft wert ist oder nicht. Der Sensal muss einfach erklären: ein solches Geschäft vermittle ich nicht, und soll verpflichtet sein, seine Collegen hievon zu verständigen. Um dies jedoch thun zu können, muss das finanzielle Interesse ausgeschaltet werden, und damit kommen wir zu einem Vorschlage, welchen schon 1757 Graf Zinzendorf machte: „Die Sensalen werden vom *aerario* besoldet werden und solchergestalt ihre Dienste dem Publicum unentgeltlich verrichten.“ Dieser Gehalt müsste die Handelsmäkler vollständig zu Staats-Beamten mit Pensionsberechtigung etc. machen; zur Deckung ihrer Berufsauslagen

[1]) Ich deute diese Modification des Commissionshandels hier an und behalte mir die Ausführung dieser Anregung vor.

8*

käme dann vielleicht eine kleine Manipulationsgebür von Seite der Parteien zu entrichten. Die wohlerworbenen Rechte der zur Zeit amtierenden Sensale auf ein reichlicheres Einkommen müsste man schonen. Für das Publicum käme die theilweise Ersparnis an den nicht ganz unbeträchtlichen Courtagen in Betracht, dann die größere Garantie eines wirklichen Marktpreises, da doch viel mehr Geschäfte vor die Mäkler kommen. An diese Handelsmäkler müssten dann auch naturgemäß größere Anforderungen an allgemeinem und kaufmännischem Wissen gestellt werden. Das Minimum wäre abgelegte Maturitätsprüfung einer Mittelschule und dreijährige Thätigkeit im Bank- und Börsegeschäfte, dann einige Praxis als Mäklergehilfe [1]) und eine strenge Prüfung.

Wenn einerseits die Börsebesucher rigorosen Anforderungen an Intelligenz und Moral, andererseits die Handelsmäkler eine geänderte, zweckentsprechendere Stellung haben, dann wird der Apparat der Börse so klaglos functionieren, dass der Staat, respective dessen Vertreter, der **Börsecommissär**, nicht mehr viel zu thun haben wird. Leider ist aber dieser ideale Zustand heute noch nicht vorhanden; es muss daher von oben gewirkt werden und muss der Staat eine kräftige Hand zeigen. Nirgends ist es leichter, eine geeignetere Persönlichkeit für den Posten eines Börsecommissärs zu finden, als in Österreich, da hier eine so zweckentsprechende Verbindung der juristischen und cameralistischen Studien schon an den Universitäten statthat.

---

[1]) Diese Mäkler-Gehilfen (wohl zu unterscheiden von den Schreibern und Buchhaltern eines Mäklers, welche nur als Hilfspersonen anzusehen sind und keinerlei juristische oder ökonomische Bedeutung haben) haben die Aufgabe, Vermittlungsaufträge zu übernehmen, sie dürfen nicht vermitteln. A kann dem Gehilfen des Sensalen Z sagen: ich suche 50 Stück Actien der x-Bank; der Gehilfe sagt dies dem Sensal und dieser dem Gegencontrahenten und vermittelt das Geschäft. Wenn aber gleichzeitig B dieselbe Quantität dieses Papiers verkaufen will und dies dem Gehilfen sagt, so überbringt der Gehilfe beide Aufträge zusammen dem Sensal, welcher dann das Vermittlungsgeschäft abschließt. Da durch eine große Zahl von Gehilfen der Sensal sich von allen Seiten Aufträge holen kann, bestimmt die Börsekammer, wie viel Gehilfen ein Sensal aufnehmen kann. Für diese Gehilfen gelten im allgemeinen die Vorschriften wie für die Sensale selbst. Die Namen der Gehilfen *(commis courtiers)* müssen der Börsekammer angezeigt werden, welche die Aufnahme zu genehmigen hat; die Namen derselben werden publiciert. Börsemitglieder können diese Gehilfen nicht werden.

Der Börsecommissär ist in Österreich eine sehr alte Institution: schon Zinzendorf verlangt ihn. Cibbini möchte ihn ersetzt wissen durch „2 erfahrene Handelsleute von gesetzter Gemüthsart“, in der ältesten Wiener Börseordnung 1771 erscheint ein solcher Börsecommissär. Gewöhnlich wurde ein ausgedienter Militarist dazu verwendet, dem eine Wache zur Seite stand (Hilberg); im kais. Pat. vom 11. Juli 1854 (unter dem börsefreundlichen Finanzminister Bruck entstanden) wird der „landesfürstliche Börsecommissär“ als das die genaue Handhabung aller Börsevorschriften überwachende Organ des Finanzministeriums hingestellt. Derselbe hat den Berathungen der Börsekammer beizuwohnen, kann die Beschlüsse sistieren und dieselben auf dem Wege der politischen Behörde vor das Forum des Finanzministeriums bringen und muss den Sensalprüfungen beiwohnen; besondere Vorschriften bestehen in der Mitwirkung bei Versiegelung und Entsiegelung der Tagebücher der Sensale, dann bei Correcturen; er kann Einsicht nehmen in die Handbücher, Journale und Schlussnoten; dann wirkt er bei der Ermittelung der Course mit. Nach dem Gesetze vom 1. April 1875 hat der „Börsecommissär“, welcher vom Finanzminister im Einvernehmen mit dem Handelsminister ernannt wird, ungefähr dieselben Befugnisse.

In Deutschland ist durch das B. G. vorgeschrieben, dass wenigstens für die größeren Börsen ein Organ der Landesregierung als Staatscommissar bestellt wird; sie sind Aufsichtsorgane, welche bei zutage tretenden Missständen Initiativanträge zu stellen und Berichte zu erstatten haben; der Staatscommissär fungiert als „Staatsanwalt“ im Ehrengericht und hat den Kursmaklern gegenüber ähnliche Befugnisse wie unser Börsecommissär gegenüber den Handelsmäklern. Mögen diese Staatscommissare eine glückliche Hand entfalten und namentlich in Tagen der Gefahr ruhigen Blickes und mit Geschick ihres Amtes walten![1]

[1]) Daneben besteht noch an manchen Börsen das Aufsichtsrecht der Handelsorgane, wie Handelskammern etc.

III. ABSCHNITT.

Die Gegenstände (Objecte) des Verkehrs.

Gegenstand des Verkehrs an den Effectenbörsen sind zunächst „Effecten“, gewöhnlich auch noch „Devisen“ und „Valuten“. An manchen Orten findet keine Scheidung zwischen Effecten-, Waren- und Productenhandel statt (Hamburg), da ist die Börse eigentlich der Rendez-vous-Platz der gesammten Kaufmannschaft; ein solcher Zustand ist nicht wünschenswert. Es ist eine weitgehende Specialisierung angezeigt; dass aus administrativen Gründen in Wien (außer der Börse für landwirtschaftliche Producte) nur eine Börse besteht, welche in zwei Sectionen zerfällt, und zwar eine für das Effectengeschäft, eine für das Warengeschäft, ist gar nicht störend.

Wenn man also den Ausdruck „Effectenbörse“ gebraucht, nimmt man dieses Wort nur *a potiori*, denn man begreift darunter stets auch den Handel in Devisen, Münzen und Edelmetallen.

Zunächst einige Worte über letztere Verkehrsgegenstände. Devisen sind Wechsel, welche im Auslande zahlbar sind und auf fremde Währung lauten: in unserem Coursblatte werden 11 Devisencourse notiert[1]): weitaus der bedeutendste Devisen-

[1]) Auf Berlin, Brüssel, Amsterdam, Paris, London, New-York, Zürich, deutsche, italienische, russische und Schweizer Plätze. — Inländische Wechsel, welche auf inländische Plätze zahlbar gestellt sind, kommen wenig in Betracht; bei Abschlüssen von „Escompte“ müssen acceptierte Wechsel geliefert werden, welche mindestens auf 500 fl. lauten (§ 18 Bedingungen).

markt ist in London, dort gibt es eigene Makler für den Devisenhandel: *„bill brokers“*. Die Devisen sind entweder auf Sicht“ oder auf eine „bestimmte Frist nach Sicht“ gestellt. Für die Zinsenberechnung wird ein Verfallstag angenommen und zwar für Berlin, Leipzig und München, Augsburg, Nürnberg, Dresden der der Ablieferung folgende Tag, für die übrigen Städte der zweite und nur für Russland der dritte Tag. Der Zinsfuß ist beigedruckt, z. B. für Devise Paris vista/2.

Man unterscheidet eine kurze Sicht: Laufzeit 5—15 Tage, eine mittlere mit 42—60 Tagen, eine lange mit 75—92 Tagen Laufzeit, vom Tage der Ablieferung an gerechnet: am gesuchtesten sind Wechsel mit mittlerer Sicht. Bei Wechseln auf New-York ist die Maximalfrist 14 Tage nach Sicht. Wenn die Contrahenten vereinbaren, dass die fremde Valuta „zur Verfügung gestellt werde“, bei den sogenannten *„versements“*, so ist (besondere Verabredung vorbehalten) der Zahlungstag zwischen 5—8 Tagen nach der Ablieferung gelegen und zwar an einem Werktag. Die Devisen werden „per Cassa“, „auf einige Tage Lieferung“, und „per ultimo“ oder „per medio“ geschlossen. — Gerade diese Geschäfte sind von höchster Wichtigkeit, und zwar nicht für den Speculanten, sondern für den großen Banquier und für weite Kreise der Handelswelt, namentlich für Exporteure und Importeure. (Näheres Haupt, § 16 der Bedingungen für den Handel an der Wiener Börse; I. Abschnitt, S. 64.)

Valuta (Währung) nennt man die in einem Lande gesetzlich Solutionskraft habende Geldart, welche als allgemeines Zahlungsmittel dient[1]); im weiteren Sinne werden namentlich in der Börsensprache darunter Münzen verstanden (auch die Handelsmünzen, welche nicht im Lande circulieren, sondern im Interesse des auswärtigen Handels ausgeprägt werden). Im Wiener Coursblatte sind unter der Rubrik „Valuten“ 13 Notierungen. Zunächst Ducaten, und zwar: Münz ducaten und Randducaten. Der Unterschied liegt im Äußern und im Gewicht, die Preisdifferenz beträgt circa 3 kr.; dann sind 8 Gulden- und 20 Francs-Stücke (oder 4 Gulden- und 10 Francs-Stücke) aufgenommen. Diese Münzen sind nach den

[1]) Nach Roscher, III. Bd., S. 208.

Bestimmungen der lateinischen Münzunion vom 23. December 1873 geprägt und stehen zu allen Münzen, welche auf Grund derselben geprägt wurden, in einer bestimmten Relation. Daneben gibt es 20 Mark-, — Lei-, Dinar-Stücke; dann englische Sovereigns und türkische Goldlire; ferner wird ein Börsecours notiert für unsere berühmte Handelsmünze, den Maria Theresien-Thaler, der sich schon mehr als ein Jahrhundert im Orient, in der Levante (daher auch der Name Levantiner Thaler) eingebürgert hat und noch immer nach altem Gepräge begehrt wird.

Papiergeld wird auch als Valuta gehandelt, und zwar italienische, deutsche Banknoten und Papierrubel. Ein Börsenschluss beträgt bei Goldmünzen 500 Stück, bei deutschen Noten 5000 Mark, bei italienischen 5000 Lire, bei Papierrubel 2500 Rubel. (Nähere Details § 17 der „Bedingungen".) —

So einfach es war, die Begriffe „Devisen" und „Valuten" zu umgrenzen, so schwierig ist es, den Begriff „Effecten" herauszuarbeiten; und es muss constatiert werden, dass auf Grund der österreichischen Gesetzes- und Verordnungsbestimmungen dieser Begriff unmöglich gewonnen werden kann, derselbe also im Rahmen der österreichischen rechtlichen Nomenclatur noch nicht ganz krystallisiert erscheint, und leider ist auch in Deutschland, wie Robinow nachweist, der Zustand nicht besser, indem dieser zum Resultat kommt, dass für den Begriff „Wertpapiere" keine einheitliche Definition zu finden ist; da Effecten und Wertpapiere doch begrifflich sehr nahe aneinander grenzen, ist damit entschieden, dass für diese Bezeichnungen noch kein feststehender Begriff in den Gesetzen besteht; unabhängig davon kann freilich die Wissenschaft ihren Begriff auf inductivem Wege bilden. Eine kurze Betrachtung der einschlägigen Bestimmungen in Gesetzen, Verordnungen, Patenten, Statuten wird obige Behauptung rechtfertigen.

Das kais. Pat. vom 11. Juli 1854 („Gesetz" für die Wiener „Geldbörse") sagt: Die Börse hat den Zweck, den Verkehr in Münzsorten und Wertpapieren zu regeln. Weiter spricht das Patent von österreichischen öffentlichen Fondsobligationen und von solchen „Effecten", welche infolge besonderer Verfügung im Courszettel notiert werden dürfen; später spricht es dann nur von Effecten, meint aber immer nur die notierten. Das

Gesetz vom 1. April 1875 spricht nur ganz allgemein von Verkehrsgegenständen, welche an der betreffenden Börse gehandelt und notiert werden dürfen, und in § 9 von Wertpapieren, welche an der Börse börsemäßig gehandelt und im amtlichen Coursblatte notiert werden dürfen. Das Gesetz vom 4. April 1875 (Mäklergesetz) spricht von Staatspapieren, Actien und anderen Handelspapieren; das Statut der Wiener Börse (in Kraft seit 1. Januar 1876) spricht von Effecten, welche im amtlichen Coursblatte notiert werden dürfen, dann von „Effectensensalen"; in Wien bestehen dann die mehrcitierten Bedingungen für den Handel in „Effecten, Devisen und Valuten". Diese sprechen mehrmals von „Effecten". Die Arrangementordnung spricht von Effecten; das Gesetz vom 11. April 1876 von „Effecten", und zwar als Cumulativausdruck für „Actien, Antheilscheine, Obligationen und Pfandbriefe". Das Gesetz vom 9. März 1897 schließlich stellt die Begriffe „Effecten" und „Wertpapiere" nebeneinander: § 1 Effecten (Wertpapiere) und dann später promiscue und ebenso § 2 der Verordnung des Finanz-Ministeriums vom 21. September 1897. Also die Eingangsparagraphen des kais. Pat. von 1854 und des Steuergesetzes stehen auf demselben Standpunkte. Im bürgerlichen Gesetzbuche und in der alten C. P. O. finden wir keine einschlägigen Stellen. Das H. G. B. spricht im Art. 271 von „Wertpapieren, die für den Handelsverkehr bestimmt" sind, 273 von Wertpapieren, 301, 313. 376 von Wertpapieren, welche einen Börse- oder Marktpreis haben; in der alten Jurisdictionsnorm ist die Rede von Staatsobligationen und denselben gleich geachteten Creditpapieren; das kais. Pat. vom 9. August 1854 spricht von österreichischen Staats- oder ihnen gesetzlich gleichgestellten öffentlichen Schuldverschreibungen und von „Wertpapieren"; das kais. Pat. vom 26. Jänner 1853 hat die Redewendung: Papiere, die einen Gegenstand des Umsatzes bilden, Gesellschaftsactien, Lose von Güterlotterien.

Man könnte die Aufzählung erweitern, doch das Resultat würde kein anderes werden. Man muss festhalten: es kommen die Ausdrücke: Wertpapiere, Effecten, Handelspapiere nebeneinander vor, wie verhalten sich dieselben zu einander? Es zeigen die obigen Gesetzesstellen und ebenso die Titel hervorragender Werke eine Wandlung: Thöl schrieb einen „Verkehr

mit Staatspapieren", ebenso Gönner, Bender; all diese Schriftsteller schrieben in der ersten Hälfte unseres Jahrhunderts, und für die damaligen Autoren gab es nur „Staatspapiere" *(stocks)*; in der zweiten Hälfte unseres Jahrhunderts begann die Zeit der *Crédits mobiliers,* der Eisenbahnen und damit die Blützeit der Actie; das verfeinerte ökonomische Leben schuf noch neue Papiere, die Genussscheine, Partialobligationen etc. Dieser Stufenleiter trägt Art. 271 Rechnung, indem er sagt: „Staatspapiere, Actien und andere zum Handel geeignete Wertpapiere" und aus dieser Wendung kann man folgern, dass alle diese „Handelspapiere" sind, andererseits aber muss man schließen, dass es auch Wertpapiere gibt, welche nicht Handelspapiere sind; mithin ist „Wertpapiere" der weitere Begriff und „Handelspapiere" der engere, und wenn Effecten mit Wertpapieren synonym wäre, gäbe es Effecten, die nicht Handelspapiere sind, was mit dem Sprachgebrauch und dem Empfinden nicht übereinstimmt.

Unter Handelspapieren versteht Thöl jene Papiere, welche vorzüglich geeignet sind, Gegenstand eines Handelsgewerbes oder einer Speculation zu sein (negociable Papiere). Schwieriger ist es, den Begriff der Wertpapiere zu formulieren. Der Name kommt zuerst in einer österreichischen Depositenamtsinstruction vor; dann in einer badischen Verordnung vom 21. August 1850; die erste Definition gab Brinkmann (Lehrbuch des Handelsrechtes, S. 9) im Jahre 1853: „Urkunden, welche über Forderungen oder Rechte ausgestellt sind oder Forderungen repräsentieren und als identisch angesehen werden mit diesen Forderungen und Rechten". Thöl (6. Aufl.) spricht von „Urkunden mit vermögensrechtlichem Inhalt". Brunner definiert[1]): „Wertpapier ist eine Urkunde über ein Privatrecht, dessen Verwertung durch ihre Innehabung privatrechtlich bedingt ist"; auf ganz anderer Basis steht Goldschmidt[2]), welcher sagt: „Wertpapiere sind Urkunden, welche als solche aus Privatrechtsgründen einen selbständigen Vermögenswert haben". Der Begriff Wertpapier ist noch sehr controvers. Für die Zwecke dieser Schrift möge folgende Definition genügen. Wertpapiere sind Urkunden, welche

---

[1]) Bei Endemann, II, S. 144.

[2]) Handbuch des Handelsrechtes. 3. Aufl., I, S. 385.

auf Privatrechtsgründen beruhende Vermögensrechte verkörpern und für den Verkehr bestimmt sind. Es scheidet sonach all das aus, was keine Urkunde ist, was kein Vermögensrecht verkörpert, was nicht Privatrechtsgründen entspringt und was nicht für den Verkehr bestimmt ist: also alle Legitimationsdocumente und Marken, Schuldscheine, Versicherungspolizzen auf Namen lautend, Einschreibebücher nach § 1033, Stempelmarken, Talons, Facturen, angefangene Rundreisebillets und Retourbillets. Ist ein Wertpapier für den „Handel" bestimmt, dann ist es ein Handelspapier; der Kreis derselben ist also enger als der der Wertpapiere[1]): Eisenbahnkarten, Versicherungspolizzen auf den Inhaber etc. sind Wertpapiere, aber nicht Handelspapiere.

Was sind Effecten? Die Gesetze und Verordnungen bieten uns wenig Anhaltspunkte. Zum erstenmale fand ich den Ausdruck in einer bei Goldschmidt (Hb. S. 551) citierten preußischen Verordnung von 1765: „Handlungsinstrumente, worinnen ein Wert oder eine Valuta bezeichnet ist". Der *code pénal* spricht von *„effets publics"*, der Österreicher Cibbini spricht von Effecten, das mehrcit. Pat. vom 11. Juli 1854 von „Effecten"; die franz. Schriftsteller aus den 40er und 50er Jahren gebrauchen nur dieses Wort; im Handelsgesetzbuche kommt es nicht vor. Dagegen speciell in den das Börsewesen regelnden Gesetzen und Verordnungen wird es, wie ausgeführt, sehr oft gebraucht, und zwar dort, wo man früher von „Staatspapieren", „Fonds" gesprochen hat, was mir ein deutlicher Fingerzeig dafür zu sein scheint, dass man bei Effecten an Gegenstände des Börseverkehrs denkt, und zwar nicht nur an jene, welche thatsächlich gehandelt und notiert werden, sondern ganz allgemein an jene, welche vermöge ihrer „Natur" zu jener specifischen Form des Handels, welche man als Börsehandel bezeichnet, geeignet sind, und dies sagt ungefähr auch die Verordnung des Finanzministeriums vom 21. September 1897, R. G. Bl. Nr. 22. Worin besteht die „Natur"? Da scheint mir das von Weishut zuerst erkannte und hervorgehobene Mo-

---

[1]) Der Begriff des „Handels" ist entschieden enger als der des „Verkehres". (Roscher, III. Bd., 1. Aufl., S. 59.) Dass ein Gegenstand überhaupt verkauft wird, macht ihn zum Verkehrsgegenstand, wird er gekauft um wieder verkauft zu werden, ist er Handelsgegenstand.

ment, es müsse sich um Wertpapiere handeln, „welche an und für sich auf die dauernde Anlage von Capitalien berechnet sind,“ sehr wertvoll zu sein; damit sind eine Reihe von Wertpapieren, namentlich die von Hause aus „kurzlebigen“, wie Ausstellungs- und Wohlthätigkeitslose, ausgeschieden. Nicht so ganz kann ich den zweiten Theil der Weishut'schen Definition acceptieren: . . . . „nach Form und Inhalt bestimmt sind, Gegenstand des Handelsverkehres zu sein und gewöhnlich auch einen Gegenstand des Handelsverkehrs bilden“; wenn dadurch auch z. B. die Sparcassenbücher ausgeschieden werden, welche wohl oft zur dauernden Capitalsanlage verwendet werden, aber eben nicht „handelsfähig“ sind, so erscheint mir der Begriff . . . . „bestimmt für den Handelsverkehr“ zu vage; trotz der Ausführungen auf S. 34ff.: „denn gerade bei den börsemäßig gehandelten Gegenständen handelt es sich nicht nur, die Güter um einen entsprechenden Preis abzusetzen, sondern auch einen „Börsepreis“ zu schaffen. Der „Börsepreis“ ist mir das Kriterium, um Handelspapiere von Effecten zu sondern, und schon Ehrenberg definiert Effecten als „die einem Handelsverkehr und Coursschwankungen unterworfenen Actien und Schuldurkunden“.[1]) Korn sagt: „Effecten heißt im Handelsrecht alles, was Börsen- und Marktpreis hat.“ Effecten sind also jene Urkunden, welche auf Privatrechtsgründen beruhende Vermögensrechte verkörpernd, an und für sich auf die dauernde Anlage von Capitalien berechnet, nach Form und Inhalt geeignet und bestimmt sind, Gegenstand des Börseverkehrs zu sein. (Börseverkehr ist Handelsverkehr, nicht umgekehrt.) Die Terminologie „Effecten (Wertpapier)“, „Wertpapier (Effecten)“, wo die *species* neben das *genus* gestellt ist, ist zu verwerfen.

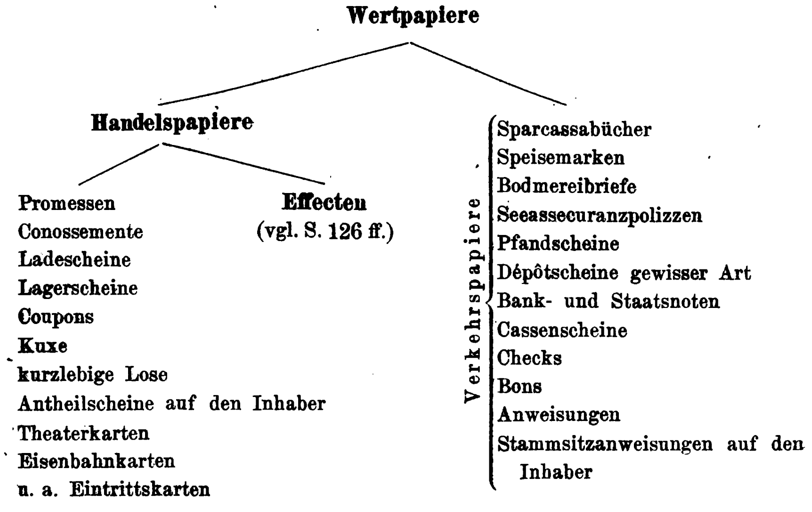
Umgrenzen wir die Gebiete „Wertpapiere“, „Handelspapiere“, „Effecten“ noch etwas genauer. Geht man von der Auffassung aus, das Postwesen sei ein reines Regal, so muss man die Briefmarken als Wertpapiere, als Handelspapiere auffassen. Geht man von der richtigeren Auffassung aus, der Postbetrieb sei ein staatliches Hoheitsrecht, und es sei nur historisch

---

[1]) Beil. 138 des Protokolls des Herrenhauses, XI. Session, stellt als Kriterium der Börsepapiere auf, wenn sie geeignet sind, Nachfrage und Angebot hervorzurufen und wachzuhalten, demnach Preisschwankungen unterliegen.

zu erklären, dass er früher von Privaten betrieben wurde, so sind sie selbstverständlich auszuscheiden. Besondere Betrachtung verdient das Papiergeld: und zwar sowohl das vom Staate ausgegebene (Staatsnoten), wie die Banknote. Diese sind keine Effecten und nicht einmal Handelspapiere; als Wertpapiere möchte ich sie wohl auffassen und stütze mich hiebei auf viele Stellen in deutschen Gesetzen (vgl. Robinow, S. 27 und 28), welche „bares Geld und Wertpapiere" nebeneinanderstellen, also das Papiergeld wohl zu den Wertpapieren rechnen. Papiergeld wie Bargeld können Gegenstand eines Börseverkehrs werden, aber nur als „Valuten", und der Handel als Valuten steht ja ganz selbständig neben dem Effectenhandel; das dritte Glied dieser Kette bilden die „Wechsel", welche zweifellos „Wertpapiere" sind, aber eine ganz besondere Stellung unter diesen einnehmen. In den Wiener Bedingungen für den Handel von „Effecten, Devisen und Valuten" kommt diese theoretisch wohl begründete Dreitheilung zum Ausdrucke.

Im folgenden möchte ich den Versuch meiner Eintheilung praktisch zur Anwendung bringen.



Auf die hochwichtigen Unterschiede zwischen Ordre-, Inhaber-, Legitimations- und Präsentationspapieren kann selbstverständlich hier nicht eingegangen werden.[1])

[1]) Vgl. Kuntze, Inhaberpapiere, 1857; Adolf Stein, Skizze einer Theorie

An der Hand des Wiener Courszettels seien nun die einzelnen Gattungen von Effecten kurz betrachtet. Zunächst Staatspapiere. „Die allgemeine Staatsschuld"; diese datiert aus der Zeit vor 1867. Damals waren die finanziellen Verhältnisse der Monarchie recht desolat; die Schuldenlast war eine enorme (Czoernig, Mensi, Thorsch, Beer) und die Erträgnisse der ungarischen Provinzen hafteten doch den Gläubigern auch mit für die Bonität ihrer Forderungen, es war daher ein Act des Anstandes und der politischen Klugheit, dass Ungarn, wenn auch nicht die Schuld mit übernahm, so doch sich bereit erklärte, zur Verzinsung, beziehungsweise Refundierung der Schuld Beiträge zu leisten. Der Name „allgemein" ist daher eine ganz passende Bezeichnung, gemeinsam wäre falsch. Hieher gehören unter anderen die 5%ige Rente (welche jedoch mit Gesetz vom 20. Juni 1868 an den Coupons einen 16%igen Abzug erleiden musste); dann die Lose ex 1854, 1860 und 1864.

Ferner wird die „Staatsschuld der im Reichsrathe vertretenen Königreiche und Länder" notiert. Das ist die Goldrente (ex 1876), die Kronenrente und die 3½%ige Investitionsrente. Durch die mit Gesetz vom 14. December 1877 angebahnten Eisenbahnverstaatlichungen waren starke Emissionen von Papieren nöthig, andererseits wurden viele Privatpapiere in „öffentliche" verwandelt; § 6 des cit. Gesetzes über die Verstaatlichung der Bahnen sagt, „dass die Übernahme der gesammten Prioritätsschulden und die Zahlung des restlichen Kaufschillings in Eisenbahn-Schuldverschreibungen zugesichert werde". Es ist also nöthig gewesen, die Eisenbahn-Prioritäts-Obligationen zu übernehmen, um die Gläubiger sicher zu stellen, dann mussten die Actionäre befriedigt werden, indem dieselben entweder Staatspapiere erhalten: Eisenbahn-Staatsschuldverschreibungen, oder aber der Staat sich bereit erklärte, die Actien in Staatsschuldverschreibungen umzuwandeln; bei den einzelnen Bahnen war der Verstaatlichungsmodus ein ganz verschiedener.[1]) Die Eisenbahn - Staatsschuldverschreibungen

der Inhaber- und Ordrepapiere, Gerichtszeitung, 1871; Brunner, Geschichte der Inhaberpapiere in Deutschland, dann Hasenöhrl, Österreichisches Obligationenrecht, II, §§ 58 ff.

[1]) So sind von den bei der Verstaatlichung der Elisabeth-Westbahn geschaffenen Papieren alle 3 Kategorien vertreten, bei der Albrechtbahn Staatsschuld-

stehen an Güte den Rententitres gleich, gewöhnlich findet Auslosung statt. Die Actien wurden oft einfach abgestempelt und sind damit Staatspapiere geworden. Die Prioritäts-Obligationen sind auf den Eisenbahnkörpern hypotheciert und haften diese primär; secundär haftet der Staat. Eine ziemlich umfangreiche Rubrik nimmt die „Staatsschuld der Länder der ungarischen Krone“ ein; die ungarische Goldrente ist ein internationales Papier und heute ein erstclassiges Anlagepapier (es wird in Wien, Berlin, Paris und London gehandelt); daneben figurieren Kronenrenten, Prämienanleihen etc.; entsprechend dem wirtschaftlichen Aufschwung der ungarischen Länder sind auch die Papiere im Auslande sehr geschätzt. Eine weitere Rubrik des Wiener Coursblattes lautet: „andere öffentliche Anlehen“.

Ich habe bis jetzt die öffentlichen Papiere κατ᾽ ἐξοχήν besprochen, die Staatspapiere; in eine gleiche Linie mit diesen sind die Anlehen der Länder, der autonomen Städte, dann gewisser autonomer Corporationen, wie der Handelskammern und der Börsen selbst, zu stellen; man kann als „Staatspapiere“ die vom *fiscus* in großer Anzahl herausgegebenen Effecten bezeichnen; wenn andere Personen *juris publici* als Emittenten auftreten, dann sind es öffentliche Papiere: die mehr oder minder achtunggebietende Macht des betreffenden Staates, Landes ist es, welche dem Verkehre mit diesen Papieren einen gewissen Schwung zu verleihen vermag; bei Staaten sieht man noch viel weniger als bei Actiengesellschaften in das Innere hinein, man kann nur aus Symptomen schließen. In Staaten mit regem politischem Pulsschlag, wie z. B. in Frankreich, erfolgt denn auch auf jedes Symptom die prompte Reaction, daher die relativ großen Schwankungen im Rentencours. Von auswärtigen Papieren werden in Wien italienische, bulgarische Renten, dann serbische und türkische Lose gehandelt.[1]) Im Gegensatze zu den öffentlichen Papieren stehen die Privatpapiere, welche von Privatpersonen (Cavalierslose!) oder von Actiengesellschaften emittiert werden. Zunächst „Pfandbriefe, Eisenbahncredit-

---

verschreibungen und Prioritäts-Obligationen; bei der böhmischen Westbahn, der Mährisch-Schlesischen Centralbahn und einigen anderen bestehen seit der Verstaatlichung nur mehr Prioritäten.

[1]) Ein besonderer internationaler Fondsmarkt ist in Frankfurt a. M.

und Banken-Obligationen“ und Eisenbahn-Prioritäts-Obligationen. Unter den Prioritäts-Schulden versteht man die verhypothecierten Schulden der Actiengesellschaften, namentlich der Bahnen; die Prioritäten als Papiere sind Scheine über die gewährten Darlehen, für welche (im Eisenbahnbuche) eine Hypothek bestellt wird. Die Inhaber dieser Papiere sind Hypothekargläubiger; manche Bahnen haben mehrere Serien solcher Prioritäten emittiert und für jede dieser intabulierten Schulden haftet der Bahnkörper, und zwar nach dem Satze: *„prior tempore, potior jure“*.[1]) Die ältesten sind natürlich die besten und sichersten. Die Zinsen der Prioritäten müssen von den Dividenden der Actien strenge geschieden werden; die letzteren werden von dem etwa resultierenden Gewinne bezahlt, erstere sind jährlich fällige Schulden der Gesellschaft. Die Prioritätenbesitzer sind der Gesellschaft gegenüber *personae extraneae.*

Ein besonders interessantes Gebilde sind die Pfandbriefe. Die Bodencreditanstalten *(Crédits fonciers)* leihen an Grundbesitzer Geld gegen hypothekarische Sicherheit, andererseits fordern sie zur Subscription von Pfandbriefen auf; es ist nicht leicht, das Rechtsverhältnis der Pfandbriefe zu charakterisieren. Selbstverständlich muss zwischen dem Werte der verpfändeten Grundstücke, respective der Höhe der von dem Bodencreditinstitute gewährten Darlehen und dem Betrag der ausgegebenen Pfandbriefe ein gewisses Verhältnis bestehen. Die Bank gibt also auf Grund ihrer Hypothek an dem Grunde des x, y, z — Obligationen gegen Bargeld heraus und räumt den Obligationären eine Afterhypothek an jenen ihr verpfändeten Grundstücken ein. Diese Afterhypothekbestellung hat ihren Titel in den Statuten, in dem Privilegium der betreffenden Anstalt; ein directer Connex zwischen Pfandgut und Partialobligation ist nicht herzustellen.[2]) Selbstverständlich ist stets die ganze Schuld als solche in den öffentlichen Büchern ausgezeichnet; nachdem aber eine Urkunde für diese ganze

---

[1]) So haben wir viele Eisenbahnprioritätsobligationen der priv. Staatseisenbahngesellschaft.

[2]) Vgl. Pavliček, Jur. Bl. 1891; Benies, ebenda 1890; Exner, Österr. Hypothekenrecht; Krainz-Pfaff, § 282; das Gesetz v. 24. April 1874, R. G. Bl. Nr. 49.

Schuld als Handelspapier unverwendbar wäre, so lauten die Papiere stets auf gewisse Theilbeträge: Theilschuldverschreibungen, Partialobligationen.

Wesentlich verschieden sind die „Obligationen" von Transportunternehmungen, von industriellen Gesellschaften u. a. Dies sind einfache Schuldscheine, welche keine hypothekarische Sicherheit gewähren; im Falle des Concurses haben die Obligationäre kein *privilegium exigendi*, sie rangieren in die 3. Classe der Concursgläubiger; es ist daher ein gewaltiger Unterschied zwischen einer „Prioritätsobligation" und einer „Obligation"! Erstere sind Pupillarpapiere, letztere nicht. Gerade an der Wiener Börse mussten im Jahre 1897 Obligationäre diesen Unterschied praktisch kennen lernen, und seit dieser Zeit ist auch die Rubrik „Obligationen" im Wiener Courszettel gesondert von den Prioritätsobligationen zu finden.

Einen ganz eminent wichtigen Theil der an den Börsen notierten Effecten bilden die Actien. Darunter versteht man jenes Papier, das einen bestimmten Theil des Grundcapitals einer Gesellschaft repräsentiert. Man spricht von Stammactien, alten Actien, jungen Actien, Prioritätsactien (wohl zu unterscheiden von Prioritätsobligationen), ferner Namensactien, Inhaberactien etc. Über diese Begriffe kann hier nicht gesprochen werden.[1])

Actien können „liberiert" oder „nicht liberiert" sein; z. B. bei den Actien der k. k. priv. Boden-Creditanstalt sind nur 40% des Nominalbetrages eingezahlt. Am ältesten sind in Wien die Öst.-ung. Bankactien (früher Actien der Nationalbank). Das beliebteste Effect ist die Creditactie, das sind die Actien der 1856 gegründeten k. k. priv. Creditanstalt für Handel und Gewerbe, eines *Crédit mobilier*. Auch die Actien ungarischer Banken und neuerdings auch einer bosnischen, werden im Wiener Courszettel notiert. Eine eigene Rubrik haben die Actien der Versicherungsanstalten, das sind wenig gehandelte, sehr schwere Papiere. Die Actien der Transport-Unternehmungen haben an Zahl seit den diversen Verstaatlichungen wesentlich abge-

---

[1]) Eine gründliche wissenschaftliche Darlegung ist bei Renaud, „Das Recht der Actiengesellschaften" (2. Auflage), dann bei Cosak zu finden; auch findet man entsprechende Aufklärung in „Salings Börsenpapieren" (7. Auflage), im „Compass" etc.

nommen. Dagegen schwillt die Rubrik Industrie-Unternehmungen immer mehr an; wir haben Bergwerksactien, Actien von Papierfabriken, Brauereien, Maschinenfabriken, neuerdings dann von „Elektricitäts-Gesellschaften“. Interimsscheine, an deren Stelle später die definitiven Stücke treten, stehen rechtlich den Actien gleich.

Eine ganz besondere Function haben die Genusscheine. Klemperer S. 99 unterscheidet Genussactien, worunter er die anlässlich der Amortisation von Actien aus dem Reingewinn einer Actiengesellschaft ausgegebenen Genusscheine versteht, und Genussobligationen, die 1. anlässlich der Amortisierung von Actien zur Abfindung der Actionäre dienen, 2. unabhängig von Actien ausgegeben wurden, 3. solche Urkunden sind, in welchen die von den Actionären abgetretenen vermögensrechtlichen Ansprüche aus dem Mitgliedschaftsrechte durch die Actiengesellschaft verbrieft wurden. Bei uns in Österreich versteht man praktisch darunter jene Papiere, welche die Besitzer amortisierter Actien erhalten, um seinerzeit bei der Liquidierung der Gesellschaft, wenn die Reserven ausbezahlt werden, auch einen Antheil an diesen, die ja aus accumuliertem Gewinn bestehen, zu welchem sie auch beigesteuert haben, ansprechen zu können. (Denken wir z. B. an die böhmische Westbahn, an die Tramwayactien!) Wir haben thatsächlich seit ziemlich langer Zeit Genusscheine, welche gehandelt werden, einen Marktpreis haben, aber nicht zur Notierung zugelassen sind; sie sind jedenfalls „Effecten“ und es ist zweifellos, dass der Widerstand, den die hohe Regierung der Notiz bisher entgegengebracht hat, bald aufhören wird, da es sich um ein wirtschaftliches Bedürfnis handelt. [1])

Eine ökonomisch besonders interessante Rubrik aller Courszettel sind die Lose: diese rechnen mit dem Stimulus, welche die menschliche Spielsucht darbietet; auf dem Wege der Losemission ist es relativ leicht, Capital zu günstigen Bedingungen zu erhalten, indem man entweder geringe Zinsen zahlt und die Chance gewährt, dass einzelne einen großen Capitalgewinn machen, oder indem man die Verpflichtung

[1]) Vgl. Feistmantel, Jur. Blätter 1881; Staub, 5. Aufl. zu § 215, 5; Behrend, Lehrbuch. Inzwischen wurden die Genusscheine der priv. Staatseisenbahngesellschaft zur Notiz zugelassen.

eingeht, einen Theil des Capitals in bestimmten Terminen zurückzuzahlen, wobei einzelne durch das „Los“ begünstigt werden; die Classificierung unter die Rubrik „Lose“ erfolgt eigentlich ziemlich willkürlich: es scheint entscheidend zu sein, ob das Papier Zinsen trägt und außerdem noch verlost wird — oder nur verlost wird; letztere sind die Lose κατ' ἐξοχήν, z. B. Creditlose, Kreuzlose, Clarylose (das sind Partialobligationen) etc. Die „Gewinnstscheine“ gewähren weiterhin Theilnahme an den Ziehungen, mithin Gewinnsthoffnungen. Sie werden unter „Losen“ notiert, während oft die Papiere, an deren Stelle sie treten, anderwärts vorkommen, z. B. bei den sogenannten „Bodenlosen“ (3%ige Prämien-Schuldverschreibungen der Bodencreditanstalt [1]). —

Sehr wichtig ist es, unter welchen Bedingungen ein Effect zur Notiz (Côte) zugelassen wird. § 9 des B. G. sagt, dass der Finanzminister nach Anhörung der betreffenden Börseleitung bestimmt, welche Wertpapiere börsemäßig gehandelt und im amtlichen Coursblatte notiert werden dürfen. Die Normen für Wien enthalten das Börsenverordnungsblatt, resp. die grundsätzlichen Bestimmungen für die Begutachtung bei Notierung von Wertpapieren an der Wiener Börse; dieselben gelten bei Zulassung von Wertpapieren zur Cotierung, sowie bei Convertierungen und Capitalsvermehrungen excl. bei Titres der inländischen Staatsschuld; es muss ein Prospect eingereicht werden, welcher nachfolgende Punkte enthält: den Zweck des Unternehmens, die Zusammensetzung des Vorstandes und die Namhaftmachung der zur Zeit functionierenden Mitglieder desselben, den Beginn des Geschäftsjahres der Gesellschaft, die Dauer der Gesellschaft und eventuell der Concession, die Bestimmungen über die Aufstellung der Bilanz, des Gewinn- und Verlustcontos, der Reservefonde, das Stimmrecht der Actionäre, das eventuelle Bezugsrecht der Actionäre auf neu zu emittierende Titres, bei schon bestehenden Gesellschaften den letzten Rechnungsabschluss und die gezahlte Dividende, eventuell bei längerem Bestande die Dividende der letzten drei Jahre.

---

[1]) Über alle diese Papiere vergleiche Bittner, ferner den „Compass“. Zu warnen ist vor jenen populären Darstellungen, welche eigentlich nur den Deckmantel unberechtigter Reclame für einzelne Papiere und Firmen bilden und jeder Objectivität entbehren.

Bei eintretender Capitalsvermehrung hat der Prospect insbesonders den Verwendungszweck der Capitalserhöhung zu enthalten. Dann ist das Notierungsansuchen „in der Regel“ von einem in Wien domicilierenden Bankinstitute oder Bankhause mitzufertigen; anzuschließen sind Formularien der zu notierenden Titres, ein Statutenexemplar und die Rechnungsabschlüsse der letzten 3 Jahre, beziehungsweise seit Beginn des Unternehmens; die Börsekammer kann die Vorlage aller jener Urkunden und Belege verlangen, welche ihr nothwendig oder nützlich erscheinen.

Bei der Notierung von Pfandbriefen, Schuldbriefen, Prioritätsobligationen ist außer den oberwähnten Punkten: die Maximalemissionsgrenze, die Bestimmung über die Verzinsung der Titres und über eine eventuelle Sicherstellung dieser Verzinsung, die Bestimmung über die Rückzahlbarkeit und Kündbarkeit, eventuell der Tilgungsplan, dann ob die Coupons einem Steuer- oder sonstigen Abzug unterliegen, anzugeben.

Bei der Notierung von Obligationen der öffentlichen Anlehen, der Titres von Landesanstalten, Creditvereinen, ist der Nachweis der erfolgten gesetzmäßigen Genehmigung der Emission zu erbringen und eine Übersicht über den Vermögens- und Schuldenstand beizubringen.

Wichtig ist, dass folgende Erklärung abzugeben ist:

a) längstens binnen 3 Tagen nach erfolgter Verständigung von der bewilligten Côte den Prospect unter Bezugnahme auf die Notierungsbewilligung in der amtlichen Wiener Zeitung zu veröffentlichen;

b) die Gebür für die Insertion desselben in dem Verordnungsblatte der Wiener Börsekammer über Aufforderung der Kammer binnen 3 Tagen bei der Cassa derselben zu erlegen;

c) dass während der Dauer der Côte alle Bekanntmachungen durch die amtliche Wiener Zeitung in deutscher Sprache veröffentlicht werden, insbesonders die Nummern der verlosten und gekündigten Stücke;

d) dass die erlangte Côte nur mit Zustimmung der Börsekammer fallen gelassen und bis dahin während der Dauer der Côte der durch das Gesetz vom 11. April 1876, R. G. Bl. Nr. 62 festgesetzte Beitrag zum Börsefonds geleistet wird;

e) dass während der Dauer der Côte eine Zahl-, beziehungsweise Einreichstelle in Wien aufrecht gehalten wird und jede Änderung in der namhaft gemachten Stelle der Börsekammer angezeigt werde;

f) dass bei einer eintretenden Capitalsvermehrung, auch wenn dieselbe keine separate Notierung der neuen Titres bedingt, ein Prospect vorgelegt, und bezüglich der Veröffentlichung desselben die analogen Verpflichtungen wie bei Neucôtierung eines Effectes übernommen werden.

Wenn die Côte bewilligt wurde, wird eine Kundmachung der Börsekammer erlassen, welche die Einstellung in das Coursblatt und den Handel regelt und wird der vorgelegte Prospect im Verordnungsblatte der Wiener Börsekammer publiciert. Dieser Prospect hat die Höhe des Capitales und alle sonstigen zur Beurtheilung nöthigen, sowohl thatsächlichen als auch rechtlichen Verhältnisse zu enthalten.

Die Börsekammer ist im Sinne dieser Bestimmungen verpflichtet, dieselben einzuhalten; Sanction für Nichteinhaltung besteht freilich keine. Diese Bestimmungen sind auch nicht vom k. k. Finanzministerium genehmigt, und kann dasselbe stets die Zulassung verweigern.

Sehr interessant sind die einschlägigen Bestimmungen des deutschen B. G. Von der richtigen Erkenntnis ausgehend, dass die Zulassung zum Börsehandel für viele Papiere gleichsam die Lebensbedingung ist, ist diese sehr erschwert; aber principiell verfehlt ist die Verquickung des Emissions- und des Zulassungswesens. Der III. Abschnitt des D. B. G. handelt in den §§ 36—47 von der „Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel", bespricht aber eigentlich das, was gemeinhin Emissionswesen genannt wird, *promiscue* mit dem Zulassungswesen.[1])

Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsehandel erfolgt durch eine Commission; nur deutsche Reichs- und Staatsanlehen sind unbedingt zuzulassen. Eine Ablehnung seitens einer Zulassungsstelle wirkt im allgemeinen für alle. Jeder Antrag auf Zulassung ist zu veröffentlichen, und zwar müssen dann bis zur Einführung an der Börse noch 6 Tage verfließen; gleichzeitig ist ein genauer Prospect zu veröffentlichen (§ 38).

Als ein wichtiges Schutzmittel gegen die früher sehr be-

---

[1]) Die Bestimmungen über das Emissionswesen berühre ich hier nicht.

liebte Methode, die Actien von Unternehmungen, welche auf unsolider Basis gegründet waren, namentlich bei Umwandlungen von Unternehmungen in Actiengesellschaften, rasch börsemäßig abzustoßen, bevor noch die Faulheit der Gesellschaft erkannt wurde, ist bestimmt, dass so entstandene Actien erst nach Ablauf eines Jahres seit der Eintragung in das Handelsregister und nach Veröffentlichung der ersten Jahresbilanz zum Börsehandel zugelassen werden dürfen. Der Handel auf Erscheinen ist verboten, und sind nicht zugelassene Papiere von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen.

Im Anschluss an diese Gesetzesbestimmungen haben die einzelnen Börseordnungen die Normen erlassen (in enger Anlehnung an die Bekanntmachung des Reichskanzlers vom 11. December 1896). So die Geschäftsordnung für die Zulassungsstelle an der Börse zu Berlin vom 15. Februar 1897 (Schneider-Dahlheim, S. 25), dann der Commission für Zulassung von Wertpapieren an der Börse zu Frankfurt a. M. vom April 1897 (Hatschek, „Frankfurter Börsen-Handbuch", S. 70).

Eine sehr wichtige Frage ist, ob man einmal zugelassene Papiere vom Handel ausschließen soll; § 36 D. B. G. räumt der Zulassungsstelle diese Befugnis ein. Dies ist sehr bedenklich; denn ein Papier vom Börsehandel ausschließen, heißt den Handel mit demselben brach legen, und das ist doch eine sehr schwere Schädigung der Besitzer; wenn das Papier schlecht ist, ist ein Coursfall unvermeidlich mit oder ohne Streichung, aber durch die Streichung ist nur die Gefahr eines jähen Preisfalles ins Bodenlose vergrößert.

Der von mir vorgeschlagene, indirect erzwungene Stillstand des Handels durch einige Zeit ist ganz anderer Natur, und ebenso die auf S. 33 vorgeschlagene Maßregel, bei starken Coursbeeinflussungen durch Gesellschaftsorgane das Papier für einige Zeit vom Courszettel zu streichen. —

Wie schon hervorgehoben wurde, kann man an der Börse nicht eine Actie oder 100 fl.-Rente kaufen, sondern nur eine bestimmte Quantität, welche ein- für allemal als Minimum festgesetzt ist oder ein vielfaches derselben: einen Börseschluss.

Als Grundsatz gilt in Wien, dass bei den in Percenten gehandelten Papieren 5000 fl. Nominale, bei den nach Stücken gehandelten 25 Stück einen Börseschluss bilden.

Näheres enthält § 15 der Wiener Bedingungen, dann die Usancen der einzelnen Börsen.

Eine nicht unbedeutende Erschwerung des Verkehres bringen die Effectenstempel, welche die einzelnen Staaten für ausländische Papiere festgesetzt haben, mit sich, so bei uns nach dem Gesetze vom 18. September 1892.[1])

---

[1]) Einen nicht uninteressanten Fall verdanke ich privater Mittheilung. Es hatte eine in Wien domicilierende Person 50.000 fl. in österreichischer Rente, mit dem deutschen Stempel versehen, geerbt und bei einer Wiener Bank deponiert. Nach einem halben Jahr benöthigte der Betreffende 30.000 fl. Renten, welche er nach Deutschland senden wollte, erhielt jedoch von der betreffenden Bank 30 Stück unabgestempelte Titres. Da die Effecten in Deutschland successive hätten verkauft werden sollen, wären die Papiere unverwertbar gewesen. Nach längeren Verhandlungen erhielt der Betreffende endlich „aus Gefälligkeit“ 30 Stück abgestempelte Stücke. Man sieht, dass die Abstempelung die Fungibilität der Papiere beeinträchtigt!

IV. ABSCHNITT.

Die Formen des Börseverkehrs (Börsegeschäfte).

Im ersten Abschnitte wurde in Kürze dargelegt, welche ökonomische Aufgabe die verschiedenen Börsegeschäfte zu erfüllen haben; hier sei nun die Dogmatik der Geschäfte in ihren Grundzügen gegeben.

Börsegeschäfte sind jene Geschäfte, welche im „öffentlichen Börselocale in der festgesetzten Börsezeit über solche Verkehrsgegenstände geschlossen worden sind, welche an der betreffenden Börse gehandelt und notiert werden dürfen"; so sagt § 12 des B. G. Die Geschäfte müssen im öffentlichen Börselocale, also nicht in einem Nebenraume geschlossen sein, noch weniger außerhalb der Börse; dann über Gegenstände, welche „gehandelt und notiert" werden, d. h. es müssen Effecten sein, welche notiert sind. Das Handeln ist aber nicht die Voraussetzung für die Notiz; ein Institut sichert sich oft schon lange vor der Subscription die Notiz, die Papiere sind noch beim Consortium. Ebenso kann ein nicht notiertes Papier gehandelt werden. Die Geschäfte müssen während der festgesetzten Börsezeit geschlossen werden; also nicht vor oder nach Schluss der Börse. Nun werden aber viele Geschäfte nach Schluss oder vor Beginn der Börsenversammlung geschlossen. Soll man diese nicht als Börsengeschäfte auffassen? Das wäre eine Härte, welche kaum im Gesetzesgeiste begründet ist. Mit Recht nimmt daher Weishut an, es liege in der Erfüllung

oder im Aufgeben zum Arrangement Sanction des Mangels, welcher dem Geschäfte anhaftet. Die Börsegeschäfte sind im günstigen Sinne wie auch im ungünstigen privilegiert, und indem die Parteien selbst erklären, sie wollen ein Geschäft als Börsegeschäft betrachten, soll damit allen anderen Deutungen die Spitze abgebrochen werden. Bei directen Geschäften ist es wohl das Interesse der Parteien, welches die Erfüllung der Geschäfte erheischt, sonst würden sie ja nicht abschließen. Sind Geschäfte über Coupons Börsegeschäfte? Nein; denn die Coupons werden wohl mit den Wertpapieren gehandelt und implicite mitnotiert[1]), nicht aber als selbständige Gegenstände.

Man unterscheidet einerseits Tag-, andererseits Zeitgeschäfte. Die „Bedingungen" theilen die Geschäfte in „directe" und in „mittelst Arrangement abzuwickelnde Geschäfte". Die Taggeschäfte sind directe Geschäfte; die Zeitgeschäfte können in beiden Gestalten vorkommen. Bei directen Geschäften erfolgt die Abwicklung unmittelbar zwischen den Contrahenten. Sollte die Erfüllung (die Ablieferung) an einen dritten gewünscht werden, so muss die Adresse desselben seitens des Überweisenden sofort oder bis zum nächsten Börsetage 11 Uhr dem anderen Contrahenten bekanntgegeben werden. Die Geschäfte werden durch Ablieferung und Empfangnahme des Geldbetrages, respective durch Übernahme der Börsewerte und Zahlung des Geldbetrages erfüllt. Diese Erfüllung findet an den betreffenden Tagen zwischen 9 und 11½ vormittags statt, und zwar dadurch, dass derjenige, welcher Effecten zu liefern hat, dieselben in das Geschäftslocal, respective in die Wohnung des Gegencontrahenten schickt und dort das Geld abholt; die Ablieferung erfolgt auf Grund einer beiliegenden Consignation. Im Börsesaal dürfen weder Lieferungen noch Zahlungen erfolgen. Auch ist niemand verpflichtet, in Gasthäusern und in ähnlichen öffentlichen Localen (in Theatern etc.) zu erfüllen.

Wenn jemand ein Papier in bianco zu 100 verkauft hat und es zu 100⅛ decken muss und die directe Lieferung an einen dritten aufgibt, so wird der dritte nur 100 zahlen und die zu seinen Ungunsten entstehende Differenz muss der erste

[1]) Namentlich macht sich bei der Notiz nach der Coupondetachierung „Ex Coupon" der relativ selbständige Wert des Coupons geltend. Vgl. § 15 i. f. der Bedingungen! „Zeitgeschäfte in Coupons".

Contrahent bar auszahlen. (Näheres § 2, 3 und 5 der „Bedingungen“.)

Die Geschäfte in den Börsewerten, welche in das Arrangement einbezogen, sind, wenn die Parteien nicht ausdrücklich das Gegentheil vereinbaren, „per Arrangement“ zu erfüllen. Das Arrangement geschieht in Wien schon mehr als ein Vierteljahrhundert durch das „Arrangementbureau des Wiener Giro- und Cassenverein“ nach einer bewährten Ordnung (cf. Manz'sche Gesetzesausgabe, 11. Bd., 2. Th., 13. Aufl., S. 211 ff.). Die juristische Charakteristik und die Schilderung der thatsächlichen Vorgänge des Arrangements würde hier zu weit führen.[1]) Die Vermuthung spricht dafür, dass ein Geschäft per Arrangement geschlossen wird; die Börsebesucher sind also verpflichtet, dem „Arrangementbureau“ beizutreten und die Geschäfte durch dieses Bureau abwickeln zu lassen; eine Umgehung des Bureaus oder die Errichtung eines „Winkelarrangements“ wird geahndet, eventuell sogar mit dem Ausschlusse vom Börsebesuche.

Die eben behandelte Eintheilung enthält implicite auch eine solche der Geschäfte nach der Erfüllungszeit; denn „directe“ Geschäfte sind in der Regel „sofort“ oder aber nach einigen Tagen zu erfüllen, während die Geschäfte „per Arrangement“ entweder an dem dem Abschlusstage zunächstfolgenden Aufgabstage zum Arrangement aufzugeben sind, oder bei speciellen Werten zur „medio“- oder „ultimo“-Liquidation. Die Geschäfte „per Cassa“ sind directe Geschäfte: sie sind am Wochentage nach dem Abschluss zu erfüllen (das ist an der Wiener Börse „sofort“ !), und zwar als Barkäufe oder als Creditkäufe (letzteres z. B. in Verbindung mit einer Belastung in laufender Rechnung). Geschäfte „auf einige Tage Lieferung“ sind gleichfalls direct, und zwar längstens am 5. Tage nach dem Tage des Abschlusses oder, wenn dies kein Werktag ist, am 6. zu erfüllen; wenn ein Contrahent früher erfüllen will, hat er dies am Vortage bis $12^1/_2$ Uhr mittags dem Gegencontrahenten anzuzeigen. Die Zeitbestimmung, welche darin liegt, dass ein Geschäft „per Arrangement“ geschlossen ist, ist schon oben besprochen.

Während bei all diesen Geschäften kein specieller Tag für die Erfüllung vereinbart wird, sondern von selbst „morgen“

---

[1]) Vgl. Weishut, S. 98 ff.

oder der nächste Arrangementtag sich versteht, so ist bei den „Zeitgeschäften" auch der *dies* Gegenstand besonderer Abmachung. Der Tag kann ganz verschieden von den Parteien verabredet sein, und es kann dann entweder am Fälligkeitstag, respective am nächsten Tage direct erfüllt werden, oder wenn es sich um „Arrangementeffecten" handelt, an diesem Tage, respective, wenn an diesem Tage keine Aufgabe stattfindet, am vorangehenden Aufgabstage aufgegeben werden. Gewisse Werte werden nur zu ultimo arrangiert. Dieselben sind in § 4 der Bedingungen taxativ aufgezählt.[1]) Es sind dies die international gehandelten Papiere, wie die ungarische Goldrente, Creditactien, „Lombarden", „Franzosen"; es können also Zeitgeschäfte in solchen Papieren nur per ultimo gemacht werden und nur als Arrangementgeschäfte; auch in anderen Papieren können die Parteien „per ultimo" handeln, und ist dann ein solches Geschäft an dem Aufgabetage, welcher dem Cassatage für die ausschließlich „per ultimo" arrangierten Werte unmittelbar vorangeht, aufzugeben. Türkenlose werden „per medio" arrangiert.

Wenn man die Geschäfte überblickt, so findet man, dass die meisten factisch „per Arrangement" abgewickelt werden, so dass nur die Coursdifferenz zwischen dem Course, zu welchem geschlossen wurde, und dem Liquidationscours an den Cassatagen beglichen wird. Dieses kurzfristige Geschäft von einem Arrangement zum anderen, welches bis vor einigen Jahren allein üblich war, rechtfertigt es, wenn manche Schriftsteller leugnen, dass es in Wien überhaupt Zeitgeschäfte gäbe. (Haupt sagt: *Les transactions se font au comptant ou plutôt pour „l'arrangement."*) Erst durch das ausschließliche „Ultimo-Arrangement" in den wichtigsten Effecten ist das „Zeitgeschäft" so recht bei uns etabliert, und von üblen Folgen ist nichts zu merken, ja es geht das Streben dahin, den Kreis dieser privilegierten Geschäfte zu erweitern.

Das D. B. G. hat ein „Börsentermingeschäft" geschaffen, das ist ein Fixgeschäft auf Grund der festgesetzten Bedingungen

---

[1]) Österreichische und ungarische Kronenrente, ungarische Goldrente, Actien der Creditanstalt für Handel und Gewerbe, der Buschtehrader Bahn *lit. B*, der österreichischen Nordwestbahn *lit. B*, der Staatseisenbahngesellschaft, der Südbahngesellschaft und der türkischen Tabakregiegesellschaft (deutsche Reichsbanknoten oder denselben gleichgehaltene Noten).

für den Terminhandel, wenn Preise amtlich an der betreffenden Börse als Terminpreise festgestellt werden. In Verbindung mit diesen Bestimmungen wurde ein „Börseregister“ geschaffen; durch Eintragung in dasselbe können Personen die Fähigkeit erlangen, unbedingt giltige „Börsentermingeschäfte“ zu schließen. Das Register hat jedoch keinen Anklang gefunden und die Speculation hat sich einfach anderen Geschäftsformen zugewendet, und diese werden sich immer üppiger entwickeln (Holdheims Zeitschrift, 6. Bd.) und somit der Zustand wenig verändert werden, so dass die Judicate des deutschen Reichsgerichtes nach wie vor von höchster Bedeutung sind und zu befürchten ist, dass alle Gerichte in diesem Sinne entscheiden werden und auf diese Weise langsam das Rechtsbewusstsein vollends verdorben wird, indem dann kein Mensch mehr zögern wird den Einwand zu erheben (während heute doch noch davor eine gewisse moralische Scheu bei anständigen Leuten besteht), und dieses verdorbene Rechtsbewusstsein dann als „Stimme des Volkes“ hingestellt wird und wir dann vielleicht in einem Menschenalter wirklich nur mehr „Differenzgeschäfte“ an der Börse haben werden. —

Reine Differenzgeschäfte sind solche Geschäfte, wie ich sie auf S. 71 charakterisierte.

Man hat auf mannigfache Weise dieses reine Differenzgeschäft unter die Formen der aleatorischen Contracte einzuzwängen versucht. Sehr beliebt ist die Auffassung als Spiel. Spiel ist zunächst eine juristisch irrelevante Beschäftigung; erst dadurch, dass die Parteien ausdrücklich oder durch Unterwerfung unter die bestehenden Spielregeln Gewinn und Verlust von bestimmten Folgen für sich begleitet sein lassen, wird es ein Rechtsgeschäft; jedenfalls setzt das Spiel voraus, dass der oder die Spielenden eine auf den Enderfolg hinzielende Handlung vornimmt; andererseits darf nicht unfehlbar durch die Handlungen ein gewisser Erfolg herbeigeführt werden, sondern es muss dem Zufall ein Spielraum gelassen sein. [1]) Beim Differenzgeschäft kann man doch nicht im „Kauf“ jene auf den Enderfolg hinzielende Thätigkeit erblicken und noch weniger in

[1]) Vgl. Thöl, Handelsrecht § 304, wogegen Dernburg, II, § 104 die Thätigkeit nicht als essentiell ansieht; ferner Grünhut in seiner Zeitschrift, II und Krügelstein, „Über den begrifflichen Unterschied von Spiel und Wette“, 1869.

gewissen Machinationen; ferner muss bei einem Spiel der eine gewinnen, der andere verlieren, was beim Differenzgeschäft nicht der Fall ist; außerdem besteht doch bei jedem Spiel eine bestimmte Grenze für Gewinn und Verlust, welche hier fehlt.

Unter einer Wette versteht man eine Vereinbarung des Inhalts, dass derjenige, dessen Meinung bei einer bestehenden Differenz sich als thatsächlich unrichtig herausstellt, dem anderen einen im voraus bestimmten Vermögenswert zu leisten habe. Das ist beim Differenzgeschäft gewiss nicht der Fall; man kann tausend gewinnen, fünfhundert verlieren, oder aber die Course variieren nicht, und es wird gar nichts gezahlt. Also damit stimmt es auch nicht. Wenn jemand in ein Caféhaus kommt, einen Courszettel in die Hand nimmt und sieht, dass X-Actien auf 350 stehen, so kann er leicht die Bemerkung machen: in acht Tagen werden sie auf 356 stehen; sein Gegenüber sagt darauf „o nein, sie werden fallen und auf 340 stehen, wetten wir“; der erste nimmt an; da hätten wir eine „Wette auf den Courszettel“ *(bet on the lape)*, und wenn beide Theile bei einem Dritten tausend Gulden erlegt haben, so wäre auch gegen die Einforderung kein Hindernis obwaltend. Auch an Börsen gibt es Wetten, z. B. an der Börse zu Yokohama (Mayet) unter dem Namen „Atskiaigeschäft“. Die beiden Contrahenten deponieren zwei Percent der Vertragssumme und kommen über einen Mittelcours überein; steigt der Cours über denselben, so erhält A die Differenz, fällt er darunter B, und diese Differenzzahlung findet täglich durch einen längstens fünfzehntägigen Zeitraum statt (neuerdings soll das Geschäft verboten worden sein). Ferner erzählt man, dass in New-York Wechselstuben bestehen, wo sich elektrische Uhren befinden, deren Zeiger den Coursstand anzeigen, und wo eine Summe gesetzt wird als Wettsumme auf die Vor- oder Rückwärtsbewegung des Zeigers.

Wenn das Differenzgeschäft nicht Spiel noch Wette ist, so kann es noch weniger „Spiel und Wette“ sein: was bedeutet diese Nebeneinanderstellung? Sie soll den Platz andeuten, welchen dieses Geschäft im System des Civilrechts einzunehmen berufen ist, nämlich einen Platz unter den sogenannten aleatorischen Geschäften; man kann aber darin auch das stillschweigende Geständnis erblicken, dass man weder mit dem einen, noch mit dem anderen Begriff auskommt, diese ganze

Bezeichnung also für den Juristen wertlos ist. Im österreichischen Börsegesetz kommt diese Nebeneinanderstellung „Spiel und Wette“ nicht vor.

Betrachten wir die übrigen aleatorischen Geschäfte; zunächst die *emtio rei speratae.* Dies ist ein Kauf von künftigen Sachen oder Früchten: hiebei ist gar nichts zu zahlen, wenn nichts, dagegen der volle Preis, wenn auch nur eine geringe Quantität geliefert werden kann; als diese Sache müsste man den „Wertzuwachs“ betrachten; aber diesen kann man doch nicht zur „Sache“ machen, dieser wird für den Preis miterworben. Man kann nicht sagen, X muss 351 zahlen, weil er den Wertzuwachs kauft, während er sonst nur 350 zahlen würde; wann ist dieses „sonst“? Und nehmen wir einen Augenblick an, man könnte den Wertzuwachs als eigene Sache auffassen, so wäre die rechtliche Construction sehr schwer; wenn nichts zum Vorschein kommt, also kein Wertzuwachs vorhanden ist, die Course unverändert sind, ist nichts zu zahlen, soweit stimmt es; wenn aber der Cours um 5 fl. gestiegen ist, sind nur 5 fl., wenn der Cours aber um 20 fl. gestiegen ist, 20 fl. zu zahlen — während bei der *emtio rei speratae* stets (?) [1]) dasselbe zu zahlen ist, hier stimmt es schon nicht; und noch viel weniger stimmt es, wenn die Course gefallen sind, der Käufer also zahlen muss und nichts erhält.

Viel verbreiteter ist die Anschauung, das Differenzgeschäft sei ein Hoffnungskauf *(emtio spei).* Hier ist streitig, was eigentlich Kaufgegenstand ist: die Papiere, der Wertzuwachs, oder aber die Chance? (vgl. Endemann, Grünhuts Zeitschrift, Bd. XII). Der bestimmte Kaufpreis ist unter allen Umständen zu bezahlen, z. B. beim Kauf eines Fischzuges, ob nun kein Fisch oder fünfzig gefangen werden. Bei den Wertpapieren ist die Analogie nur schwer durchzuführen: wenn wir die Ansicht verwerfen, man erwerbe den Wertzuwachs, so bleibt noch die Wahl zwischen dem Erwerbe der Papiere oder der Chance. Die Papiere werden beim Differenzgeschäft in Papieren sicherlich nicht erworben, denn dies wäre ja gegen die erklärte Parteienabsicht; ich muss also sagen, die „Chance“ werde erworben! Das wäre wohl ein ganz reines aleatorisches Geschäft! Doch man kann ja nicht die

[1]) Endemann leugnet dies.

zwei Erscheinungen in Analogie bringen, dass der Käufer bei der *emtio spei* einen bestimmten Verlust, der Contrahent beim Differenzgeschäft einen ganz unbestimmten, unbegrenzten hat. —

Man kann eben das Differenzgeschäft nicht in die Formen eines der bekannten Contracte zwängen und ganz richtig sagt v. Hahn: „Das **Differenzgeschäft** ist weder Wette noch Spiel, sondern ein **eigenartiger gewagter Vertrag.**" Grünhut fasst (ohne zwischen „echtem" und „unechtem" zu unterscheiden) das Differenzgeschäft als „ein Zeitgeschäft auf, mit welchem simultan *(uno actu)* ein Zeitgeschäft in entgegengesetzter Richtung abgeschlossen und die Ausgleichung der gegenseitigen Verpflichtungen durch Compensation vereinbart wird".

Diese eben behandelten reinen Differenzgeschäfte sind aleatorische Geschäfte und infolgedessen klaglos. Sie nehmen in der Literatur einen sehr großen Raum ein, in der Praxis kommen sie sehr selten vor; an der Börse kommen sie nicht vor, weil durch das Gesetz, durch die obligatorische Aufgabe zum Arrangement, dann durch die ganze Verkehrsgestaltung dies ausgeschlossen ist, und außerhalb der Börse kommen sie höchstens unter Privatleuten vor; im Commissionsverkehr wird man sie nicht finden, nachdem niemand so unvernünftig ist, ein Geschäft zu schließen, bei welchem er von vorneherein eigentlich ein Spielball in der Hand der Committenten ist.

An der Börse beziehen oder liefern einige wenige Effecten, andere zahlen Kaufpreise, und die große Masse thut nichts als „Differenzen ausgleichen".[1]) Die Differenzzahlung tritt aber als ein Resultat von reellen Käufen und Verkäufen auf, und nur die sinnreiche Art, wie in den Arrangementbureaux mittelst Anwendung der Compensation (Scontration) die Käufe und Verkäufe gegeneinander aufgehoben werden, ist es, welche die ursprünglichen Geschäfte oft nicht erkennen lässt und zu der Meinung verleitet, die Börsegeschäfte würden nicht reell erfüllt werden. Grünhut betonte dies schon vor mehr als zwanzig Jahren, und neuestens hat Weishut[2]) in glänzender

---

[1]) Wenn man die Börsegeschäfte in ihrem Resultat betrachtet, so wird man unwillkürlich an die physikalische Demonstration von der Fortpflanzung des Stoßes erinnert: man schlägt auf die erste Kugel in einer Reihe nebeneinander hängender, und die letzte bewegt sich — die mittleren rühren sich — scheinbar! nicht.

[2]) S. 100—108.

und überzeugender Weise unter genauer Darstellung des Arrangementapparates die Richtigkeit der oben angeführten Anschauung dargethan.

Baron und Spitzer haben denselben Gedanken, und letzterer Autor schreibt ganz richtig: „man dürfe nicht das einzelne Geschäft betrachten, sondern den ganzen großen Complex von Geschäften“. Wenn ich das einzelne Geschäft mit a, b, c . . . bezeichne, so ist die $\Sigma(a + b + c + \ldots)$ nicht gleich $a + b + c \ldots + z$, sondern eine ganz neue Größe, z. B. A, B, C. Dieses A ist nun Lieferung von Effecten, B, C Zahlung von Differenzen, es ist aber kein Differenzgeschäft vorliegend, und es ist geradezu wunderlich, dass Spitzer bei seiner richtigen Auffassung zum Begriffe eines Differenzgeschäftes kommt als eines „Hoffnungkaufes, wobei der Kaufgegenstand lediglich generell bestimmt“ ist. Baron sagt: „Das Termingeschäft vollzieht sich ohne Stücke und ohne Geld, da es ohne diese sich vollziehen muss, weil die erforderliche Stückeanzahl und Geldsumme gar nicht aufzubringen sind,“ und kommt daher zum Schlusse, dass es sich nur um Differenzgeschäfte handeln könne. Die Grundlage dieser Ansicht wurde schon Seite 76 als falsch zurückgewiesen.

Ladenburg, einer der besten Kenner der Börsegeschäfte, schrieb 1861: „Eigentliche Differenzgeschäfte gibt es nicht; der Gewinn ist die Seele des Handels; auf den Gewinn ist die Absicht des Handelsmannes gerichtet; jedem Handelsgeschäft liegt diese Absicht zugrunde, mithin stimmt jedes Handelsgeschäft mit dem Spiel und der Wette überein.“ Nachdem nun selbstverständlich nicht jedes Geschäft Spiel und Wette ist, verwirft er die Charakteristik der Differenzgeschäfte gänzlich. Später (in Busch's Archiv, 14. Bd.) kennt er die heute allgemein als solche bezeichneten Differenzgeschäfte an, verlangt aber, dass beide Parteien dasselbe wollen und erklären müssen, nämlich, dass nur die Differenz zwischen dem verabredeten Preis und dem des Erfüllungstages (also nicht die Erfüllung wird ausgeschlossen, sondern nur eine „Differenzclausel“ wird angehängt!) herauszuzahlen ist. Noch später (im 20. Bde. von Busch's Archiv) kommt Ladenburg zur Ansicht, dass außer den Fällen der von ihm anerkannten reinen Differenzgeschäfte bei Börsegeschäften von Differenzgeschäften nicht die Rede

sein könne, sondern dass es Lieferungsgeschäfte nach Art. 338 seien, und es nicht einmal nöthig sei, eine besondere Vertragsclausel aufzunehmen dahin gehend, dass eine eventuell sich aus dem Liquidationswesen ergebende Differenz einfach gezahlt werden könne, sondern dass diese Art der Abwicklung sich aus dem Wesen der Abwicklung durch ein Liquidationsinstitut ergebe. Er nennt die Einrede von Spiel und Wette eine *exceptio propriae turpitudinis* und wirft dann den gemeinrechtlich geschulten Juristen, welche dieser stattgeben, die mangelnde Einsicht in die Bedürfnisse des heutigen Verkehrs, in das reale Treiben der Actiengesellschaften, Banken und Börsen vor. Die Einrede von Spiel und Wette besteht darin, dass derjenige, welcher beim Börsegeschäft verliert, einfach sagt: „Wir haben gespielt, daher kannst du mich nicht klagen, also zahle ich nichts.“ Diese „Einrede von Spiel und Wette“ macht sich in allen Erörterungen über Börsen und Börsegeschäfte bemerkbar, und es ist geradezu räthselhaft, dass diese Einrede ein so zähes Leben fristet; die Geschichte derselben zu verfolgen, würde zu weit führen. Schon Don Joseph de la Vega erwähnt den „Einwand Federique“ und die „Federika oder Pragmatika“, welche Zeitgeschäfte namentlich Blankoverkäufe für ungiltig erklärte.

Wir finden in England, Frankreich und anderwärts eine Reihe von Vorschriften, welche Blankoverkäufe oder überhaupt die Zeitgeschäfte als reine Glücksverträge verbieten.

In Frankreich wurden 1724 infolge der durch den Zusammenbruch der Law'schen Gesellschaft hervorgerufenen Krise alle Zeitgeschäfte verboten, und wurde in diesem Sinne auch stets judiciert, zumal Art. 1965 des *Code civil*[1]) die älteren Bestimmungen ausdrücklich sanctionierte. Erst im Jahre 1885 infolge einer neuerlichen Krise erschien ein Gesetz, welches sagte: *„tous marches à terme . . . tous marchés à livrer sont reconnus légaux . . . nul ne peut pour se soustraire aux obligations qui en resultent se prévaloir de l'article 1965 du code civil, lors même qu'ils se resoudraient par le payement d'une simple différence.*

[1]) *La loi n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le payement d'un pari.* Vgl. auch Art. 421 *code pénal: Les paris qui auront faits sur la hausse ou la baisse des éffets publics seront punis . . . .*

Während also früher die Geschäfte verboten, ja sträflich waren, sind sie jetzt erlaubt und kann nur unter Umständen die *exception de jeu* geltend gemacht werden.

In anderen Staaten[1]) haben wir ähnliche, wenn auch nicht so weitgehende Gesetze. So in England, wo die Zeitgeschäfte in Fonds 1720 untersagt und 1733 gegen die *infamous practice of stock jobbing* die *Barnards Acte* erlassen wurden. 1845 wurden die *gambling and wagering acts* erlassen, und erst 1860 die *Barnards Acte* aufgehoben.

In der Schweiz ist durch § 512 des eidgenössischen Obligationenrechtes bestimmt, dass Forderungen aus dem Differenzgeschäfte, welches als Spiel- und Wettgeschäft angesehen wird, nicht klagbar sein sollen. Aber es soll nach Wolf[2]) äußerst selten sein, dass ein Beklagter sich auf die Einrede des Differenzgeschäftes beruft; übrigens bedarf es nicht der Einrede, sondern wie aus (bei Holdheim mitgetheilten) Entscheidungen hervorgeht, sind solche Geschäfte von amtswegen als nichtige aufzufassen.

In Italien sind alle Geschäfte an sich giltig, doch wird der Einwand in manchen Fällen zugelassen. Das Gesetz vom 13. September 1876 (respective 14. Juli 1887) erkennt alle auf gestempelten Schlusscheinen geschlossenen Geschäfte für unbedingt giltig an.[3])

In Holland wurden bereits im 17. Jahrhundert die Termingeschäfte in Actien verboten[4]), und haben sich diese auch bis zum heutigen Tage beim Effectengeschäfte nur wenig entwickelt (ganz anders freilich im Warenhandel).

In Argentinien sind die Börsegeschäfte als aleatorische Contracte verboten und nichtig.

Anlangend den Zustand in Deutschland, so fasste man die echten Differenzgeschäfte entweder als „Spiel und Wette" auf oder als aleatorische Geschäfte *sui generis,* was stets die Unklagbarkeit im Gefolge hatte. Doch liegt ein echtes Differenzgeschäft nur dann vor, wenn die Erfüllung ausdrücklich ausgeschlossen

---

[1]) Vgl. Wiener, Hülssner, S. 36 ff. und namentlich Ehrenberg, Fondsspeculation . . ., S. 10 ff.

[2]) S. 103.

[3]) Vgl. Piccinelli, S. 655, Note 2.

[4]) Namentlich das Verbot des Handels auf Erscheinen, 1621.

ist; dass Geschäfte solcher Art nur wenige geschlossen werden, ist sicher; weil man nun aber das Börsespiel durchaus vernichten wollte, gieng man weiter und erklärte, es sei nicht nöthig, die Erfüllung ausdrücklich auszuschließen, sondern dies sei auch durch concludente Umstände stillschweigend möglich (vgl. S. 73), ja es genüge, wenn nur der eine Theil die Lieferung ausschließen will, soferne der andere Theil dies erkennen könnte; damit sind nun die meisten Geschäfte über Effecten in der Gefahr, Differenzgeschäfte zu werden. Die neue deutsche Praxis ist auf dem Standpunkte angelangt, dass nicht nur ein Geschäft zum Differenzgeschäfte gemacht wird, wenn beide Theile dies wollen und ausdrücklich erklären oder doch diese Erklärung für beide Theile stillschweigend angenommen werden könne, sondern dass ein solches Differenzgeschäft (ein unerlaubter aleatorischer Vertrag) auch dann vorliege, wenn die Spielabsicht dem Gegencontrahenten erkennbar war, oder demselben erkennbar sein musste auf Grund von Begleitumständen, die keinen anderen Schluss aufkommen lassen oder doch „zuverlässig auf die Absicht des Handelnden schließen lassen“. Dies ist die weiteste Phase, die am kräftigsten in einer Entscheidung vom November 1894 zum Ausdruck gelangt: „Der Thatbestand eines nicht klagbaren Differenzgeschäftes ist nicht nur dann gegeben, wenn bei dem Geschäftsabschlusse der übereinstimmende Wille der Contrahenten dahin gegangen ist, keine effective Erfüllung, sondern Differenzausgleichung eintreten zu lassen, sondern auch dann, wenn dieser Wille nur auf der einen Seite, allerdings für den anderen Theil erkennbar, vorhanden ist, wobei es gleichgiltig ist, ob die Verpflichtung zur effectiven Erfüllung für beide Theile oder nur für einen Theil ausgeschlossen sein sollte.“ Man hat also nur mehr verlangt, der Gegencontrahent müsse die Absicht erkennen, etwa so wie bei der Geltendmachung des Irrthums im österreichischen Civilrecht. Der oberste Gerichtshof[1]) schließt sich dieser Judicatur in der weitesten Form an. In der früheren Zeit (vor 1893) wurde wenigstens verlangt, dass beiderseits die Überzeugung vorhanden ist, es sei die reale Erfüllung ausgeschlossen; ja er geht soweit, dass er einfach sagt: Wenn der

[1]) Entscheidung vom 22. October 1895, Z. 9465 und vom 10. November 1896, Z. 10.646.

Committent (denn nur dieser kommt in Betracht) das Geschäft als Differenzgeschäft auffasst, dann ist es ein Differenzgeschäft und folglich unklagbar. In allerjüngster Zeit, seit October 1897, ist in einigen Judicaten wieder ein schärferes Eingehen auf die einzelnen Begleitumstände zu erkennen.

Ob das öffentliche, mündliche Verfahren in Österreich auf diese Art der Processe einen Einfluss haben wird, erscheint fraglich; ich möchte es verneinen, glaube aber, dass gerade die Zahl derjenigen, welche Börseoperationen unternehmen, um viel Geld zu gewinnen, da sie gar keines besitzen, wachsen wird, indem manche andere Wege der Geldbeschaffung durch das öffentliche Verfahren ausgeschlossen sind. —

Geschäfte über Effecten können an der Börse geschlossen werden, direct zwischen 2 Privatleuten, ferner bei den sogenannten Commissionshäusern als Commissionsgeschäfte oder als Käufe und Verkäufe; die Geschäfte zwischen Privatleuten sind selten (bei Erbtheilungen, Dissolutionen von Gesellschaften) und kommen noch seltener vor das Forum. Die Geschäfte an der Börse sind in Österreich durch § 13 B. G. gedeckt; Geschäfte, welche Börsebesucher außerhalb des Börsegebäudes schließen, unterstehen nicht der Vorschrift des § 13. Man spricht vom „Differenzeinwand" immer nur zwischen Commissionär und Committenten; das sind ja gar keine „Börsegeschäfte", treten auch nie in den Rahmen der Börse ein: A schreibt „kaufen Sie für meine Rechnung 25 Stück X-Actien, nicht über 450"; was kann der Commissionär thun? Er kann 1. eine Partie von seinem „Lager" abgeben, und zwar wieder zum Warencours des betreffenden Tages; er kann 2. eine Verkaufsordre mit der obigen Kaufordre in Zusammenhang bringen, und schließlich kann er 3. die 25 Stück an der Börse kaufen.

In allen Fällen sind Ausführungen des Commissionsgeschäftes vorliegend (Lepa) und eine, die letzte, ist für den Commissionär ein Börsegeschäft; dieser steht also im Banne des § 13; die Ausführungsarten ad 1 und 2 gehören ins Commissionsrecht und sind daher gar nicht hier zu besprechen; Art. 376 gestattet dieses Selbsteintrittsrecht für den Fall, dass der Committent nichts anderes bestimmt[1]); wenn der Commis-

[1]) Manche Banken verlangen in ihren Geschäftsbedingungen, dass der

sionär nur schreibt „ich kaufte . . .“, so ist der Committent berechtigt, den Commissionär selbst als Verkäufer (resp. Käufer) in Anspruch zunehmen; mehr als die Hälfte aller Geschäfte in den Commissionshäusern werden auf Grund des Art. 376 gemacht. Ob nun die Einwendung für diesen Fall berechtigt ist, soll hier nicht untersucht werden, weil das eine Specialfrage des Rechtes des Commissionshandels wäre und ich diesen in vorliegender Schrift nicht erörtere.

Es handelt sich also nur um die Geschäfte an der Börse, um die Geschäfte zwischen Börseleuten außerhalb der Börse, und um das Geschäft, welches der Commissionär an der Börse abschließt für Rechnung seines Committenten: A kauft am 30. X-Actien zu 360 von B und verkauft sie zu 361 an C — sonst haben B und C in diesem Monate gar keine Transactionen gemacht. Nehmen wir an, es gäbe kein Arrangement, so wird B 360 × 25 fl. und C 361 × 25 fl. zahlen; A wird die X-Actien dem B und dieser dem C geben; B hat 25 fl. gewonnen; hier ist reale Zahlung, reale Lieferung! Wenn aber 50 Glieder in dieser Kette wären, so wäre es zu schwerfällig, wenn A die Papiere dem B, dieser sie dem C u. s. w. bis zum Z gäben, und andererseits Z das Geld dem Y, dieser dem X tradierte; es würde einfach B vor allen Leuten sagen: Herr A, geben Sie die Papiere dem C, u. s. w.; beim Zahlen des Preises käme man bald darauf, nur die Differenzen zu zahlen, nicht etwa die Summen. Dabei wird vorausgesetzt, dass am Erfüllungstag sich alle versammeln; denn einzeln die Erfüllung an einem Tage vorzunehmen, wäre physisch nicht möglich. Wir sehen also die Möglichkeit mit einem Schluss Papier und mit deren Geldäquivalent zuzüglich der einzelnen Differenzen, eine große Anzahl von Geschäften „real“ und „reell“ zu befriedigen. Nun wäre ein solches Vorgehen aber nicht mehr möglich, wenn es sich um Operationen in vielen Papieren handelt, noch dazu in verschiedenen Quantitäten, wovon eine von A, eine andere von C geliefert wird; es war deshalb nothwendig, eigene Institute: Arrangementbureaux, Collectiv-Scontros, Liquidationsvereine zu errichten. In der Aufgabe zum Arrangement

---

Committent das Selbsteintrittsrecht zugesteht, sonst lassen sie sich in die Geschäftsverbindung nicht ein.

liegt nun eine solche Vereinfachung, wie ich sie oben kurz andeutete; und ebenso, wie niemand beim obigen Beispiele leugnen wird, dass die Parteien ohne „reale“ Lieferung reell erfüllen, darf man dies bei den Arrangementbureaux.

Die Geschäfte zwischen Börseleuten und Privatleuten außerhalb der Börse sind durch das Gesetz nicht getroffen, sie sind nicht Börsegeschäfte; aber das Gefühl, dass diese Geschäfte erfüllt werden müssen, ist den Börseleuten so ziemlich in Fleisch und Blut übergegangen: ein Commissionär wird seinem Committenten gegenüber nie die Einrede von Spiel und Wette geltend machen, sonst ist sein Ruf dahin. Freilich müsste auch ein Gefühl dafür bestehen, dass die Geschäfte an ausländischen Plätzen unbedingt erfüllt werden müssen, wo nicht die geminderte Achtung im späteren persönlichen Verkehr den Säumigen bedroht!

§ 13 B. G. lautet: „Bei der Entscheidung von Rechtsstreitigkeiten aus Börsegeschäften ist die Einwendung, dass dem Anspruche ein als Wette oder Spiel zu beurtheilendes Differenzgeschäft zugrunde liege, unstatthaft.“ Heißt das, sonst ist die Einwendung möglich?! Die meisten schließen so: Gewisse Geschäfte über Effecten sind verbotene Wetten oder Spiele, nur hat man in manchen Staaten (darunter auch in Österreich) unter gewissen Voraussetzungen die Klagbarkeit aus Verkehrsrücksichten gewährt; alle anderen nicht privilegierten Geschäfte sind also unklagbar. Dadurch wird der Zustand geschaffen, dass der Commissionär an der Börse erfüllen muss, andererseits aber seinem Committenten gegenüber vogelfrei ist.

Ich behaupte, alle Geschäfte über Effecten sind, ob sie nun direct an der Börse oder durch einen Commissionär geschlossen werden, von Haus aus, wie die meisten Geschäfte, giltig. Wenn der Staat Geschäfte für ungiltig erklären will, müssen diese Geschäfte entweder ausdrücklich als solche bezeichnet werden, oder man muss sie unter die in beinahe allen Gesetzgebungen bestehende *clausula generalis* für die ungiltigen Geschäfte einreihen können. Betrachten wir den § 878 a. b. G. B., so sind es sicher nicht Geschäfte über Gegenstände, welche nicht geleistet werden können, oder deren Leistung unmöglich ist; ob die Geschäfte „geradezu unerlaubte“ sind, ist

gewiss sehr zu bezweifeln.[1]) Dasselbe Geschäft an der Börse mit A geschlossen ist erlaubt, im Commissionsverhältnis dem B gegenüber soll es „geradezu unerlaubt" sein!? Der weitere Absatz des § 878: „wer einen anderen durch dergleichen Zusagen täuschet, wer ihn als schuldbarer Unwissenheit verkürzt, oder aus dessen Schaden einen Nutzen zieht, bleibt dafür verantwortlich", kann im Commissionsrechte sehr fruchtbar verwendet werden, macht aber die Geschäfte nicht ungiltig.

Speciell sind die Geschäfte im a. b. G. B. nicht verboten. Sie sind keine Wetten, daher sind sie auch nicht als unerlaubte oder unredliche Wetten (§ 1271) verboten, und sind auch keine Spiele, sind daher nicht in den politischen Gesetzen verboten, und fallen auch nicht unter die Hofdecrete vom 16. October 1840 (J. G. S. Nr. 469) und vom 26. August 1841 (J. G. S. Nr. 558 [2]). Derlei Spielverträge wären nicht nur nichtig, sondern auch strafbar. Warum hat man denn noch keinen Commissionär oder Committenten nach § 522 St. G. gestraft? Die Logik im Zusammenhang mit den rechtlichen Bestimmungen würde es erfordern. Es geht nicht an, Gesetze nur soweit interpretieren zu wollen, als es einem gerade passt. Wer die Börsegeschäfte als *„emtio rei speratae"* bezeichnet, der ist durch die Worte des § 1275 „schließt einen ordentlichen Kaufvertrag" entwaffnet. In § 1277 wird der Kauf eines Kuxes, also eines Wertpapieres, ausdrücklich als ein gewagter Vertrag bezeichnet, welcher selbstredend giltig ist. Der Kauf eines Kuxes ist wegen der Natur des Kuxes ein aleatorischer Vertrag (nämlich infolge der Pflicht zur Zubuße), nicht wegen der Form des Geschäftes: § 1277 wäre also eher so zu deuten, dass die Geschäfte über alle anderen Wertpapiere keine gewagten Verträge sind. Gegen die Auffassung als *emtio spei* spricht der Umstand, dass man einen Verlust doch nicht als Analogon der ganz vereitelten Erwartung auffassen kann.

Unter der allgemeinen Formel des § 1267: „ein Vertrag,

---

[1]) Der oberste Gerichtshof sagt: „Nur was geradezu unerlaubt, als solches beiden Parteien erkennbar ist, kann nicht Gegenstand eines giltigen Vertrages sein." (Sammlung Glaser-Unger, 2915.)

[2]) Hazardspiele sind alle jene Spiele, bei denen Gewinn oder Verlust nicht von der Geschicklichkeit des Spielers, sondern lediglich oder doch vorzugsweise vom Zufall abhängt, und jedes so geartete Spiel ist ein verbotenes, es mag insbesondere namentlich verboten sein oder nicht.

wodurch die Hoffnung eines noch ungewissen Vortheiles versprochen und angenommen wird, ist ein Glücksvertrag“, sind die Börsegeschäfte doch nicht unterzubringen, zumal die Glücksverträge im Gesetze (§ 1269) taxativ aufgezählt sind: „Glücksverträge sind:“ und dann die Nummern 1—8.

Wenn ich oben das (echte) Differenzgeschäft, bei welchem nicht geliefert werden darf, als einen aleatorischen Contract *sui generis* bezeichnete, so gieng ich davon aus, dass ein solches Geschäft die Kriterien des § 1267 an sich trage und zur Zeit der Abfassung des a. b. G. B. eben noch nicht an ein solches gedacht werden konnte. Aber einen Kauf und einen damit juristisch gar nicht zusammenhängenden Verkauf bloß deshalb, weil oft nur die Differenz zwischen dem Kauf- und Verkaufpreis vom Committenten und an der Börse gezahlt wird, eventuell als Differenzgeschäft aufzufassen, geht doch nicht an; zumal ja dieselben Geschäfte, von der anderen Seite betrachtet, nämlich von der Börse aus, unbedingt giltig sind. Eigentlich ist das Commissionsgeschäft so zu denken, dass der erfahrene Commissionär an die Börse geht, dort im Auftrag und auf Grund eines Vertrages operiert und das geschlossene Geschäft, plastisch gesprochen, dem Committenten so, wie er es geschlossen, hinausreichen muss. Wenn man die Sache so auffasst, dann ist ganz unbegreiflich, dass man dazugekommen ist, eine Einwendung von Spiel und Wette dem Commissionär gegenüber zuzulassen. Ich betone, dass meines Erachtens der § 13 des B. G., nur um jeden Zweifel abzuschneiden (was im Hinblick auf die Zeit seiner Entstehung: 1875 sehr begreiflich ist), betont, dass der Einwand des Differenzgeschäftes an der Börse unzulässig sei, damit aber keineswegs die Interpretation, ausserhalb derselben sei er zulässig, als die richtige und nothwendige erkennen lässt.

Der Zweck, dessentwegen man den Einwand zulässt, ist, dass man die „Schwachen“ schützen will, und erleichtert wird dieser menschenfreundlichen Jurisprudenz die Aufgabe durch gewisse Formen des Commissionshandels. Es ist eine unleugbare Thatsache, dass viele auf dem Wege des Commissionshandels Operationen vornehmen, welche in ihrer Totalität an Hazardspiele erinnern.[1]) Aber man muss festhalten, Kauf-

[1]) Folgenden Fällen liegt die Auffassung zugrunde, Operationen an den Börsen seien ein bequemes Mittel, rasch und mühelos Geld zu verdienen.

oder Lieferungsgeschäft bleibt immer Kauf- oder Lieferungsgeschäft. Wenn ein Soldat den Feind oder in der Nothwehr eine andere Person niederhaut, so ist das eine ernste Thätigkeit; wenn ein unmündiger Knabe denselben Säbel zur Hand nimmt und aus Dummheit oder Übermuth ein Menschenleben vernichtet, sagt man: er habe gespielt, und zwar unglücklich gespielt; aber der Effect ist derselbe, der Todte wird nicht mehr auferstehen, die Absicht war hier eine verschiedene. Bei den Börseoperationen ist die Absicht stets dieselbe, nämlich Geld zu verdienen: der Effect ist auch derselbe, und die Mittel sind auch dieselben: ein Kauf, ein Verkauf; und dennoch sagt man, was beim A eine Handelsoperation ist, ist beim B ein „Spiel". Und in diesem Sinne will man von „Börsespiel" sprechen.[1]) Wie aber im obigen Beispiel der Todte nicht mehr lebendig gemacht werden kann, so muss man den Verlust des A (um den Gewinn handelt es sich ja nie) geschehen sein lassen wie den des B, die Absicht war in beiden Fällen dieselbe. Wer leichtsinnig ist, muss büßen; aber gerade so wie Ärzte strafgerichtlich, Advocaten disciplinargerichtlich zur Verantwortung gezogen werden, welche ihre Patienten, respective Clienten wissentlich nicht vor Schaden bewahren, so soll auch der Commissionär, welcher als der finanzielle Berather in einem ähnlichen Verhältnisse steht wie die obgenannten Personen, verantwortlich gemacht und so ein starker Druck auf diese ausgeübt werden, sich auf solche Geschäfte gar nicht einzulassen. Das D. B. G. ahndet solche Verfehlungen einerseits ehrengerichtlich, anderseits strafgerichtlich.[2])

Ich hörte vor einiger Zeit in einem öffentlichen Locale, wie jemand einen Börsemann fragte: „Ich brauche nächste Woche 500 fl., was soll ich kaufen?" Ähnlich ist die Ordre, welche ein Commissionär mir zeigte, und in welcher auf einem und demselben Blatte stand: „Kaufen Sie x-Actien um 840 und verkaufen Sie sodann diese Papiere um 870"; der Betreffende wollte circa 30 fl. per Stück gewinnen, sonst gar nichts!

[1]) Ganz anders freilich Bähr und Kohler, welche darin übereinstimmen, dass der Kauf nur die *in fraudem legis* gewählte Form sei, um zu spielen; die Tendenz der Schrift Bährs ist gekennzeichnet mit dem Satze aus S. 85: „Die Börsen mit ihrem hergebrachten Spiel sind in das Herz Deutschlands verlegte Monacos in hundertfacher Vergrößerung." Das sind sozusagen die letzten Worte eines Juristen wie Otto Bähr! Viel ernster sind die Bemerkungen Kohlers, welche aber m. E. auch daran kranken, innere Vorgänge juristisch verwerten zu wollen.

[2]) § 78. Wer gewohnheitsmäßig in gewinnsüchtiger Absicht andere unter

Daneben aber freilich ist gerade im Deutschen Reiche durch § 69 B. G. und durch § 764 bgl. Gesetzbuch für den Differenzeinwand ein so weites Feld gelassen, dass man beinahe glauben könnte, die Gesetzgebung sei sich bewusst, mit den ehrengerichtlichen und strafgerichtlichen Normen werde sie wenig erreichen.

Wenn ich oben sagte, der Jurisprudenz wird durch gewisse Formen des Commissionsgeschäftes ihre vermeintliche Aufgabe erleichtert, so dachte ich an die Verwässerung des Commissionsgeschäftes durch das Selbsteintrittsrecht des Commissionärs[1]); dieser soll entweder das Geschäft, wie er es geschlossen, mit der Note des Maklers auf den Committenten übertragen und seine Provision fordern oder in seinem Comptoir Kauf- und Verkaufaufträge compensieren oder von seinem Lager Effecten abgeben, wobei in den letzten Fällen jeder Cours innerhalb der Spannung Geld—Warencours berechnet, aber keine Provision gerechnet werden darf. Das erste Geschäft wäre unanfechtbar, nachdem es doch als Börsegeschäft geschlossen wurde und der Eintritt des Committenten es dann nicht ungiltig machen kann, die zwei anderen Formen wären eben so unanfechtbar wie der Kauf eines Rothen Kreuz-Loses bei demselben Bankhaus. (Vgl. S. 115.)

Die Geschäfte sind also Käufe und Verkäufe, oder, all-

Ausbeutung ihrer Unerfahrenheit oder ihres Leichtsinns zu Börsespeculationsgeschäften verleitet, welche nicht zu ihrem Gewerbebetriebe gehören, wird mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu Fünfzehntausend Mark bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

§ 79. Ein Commissionär, welcher, um sich oder einem Dritten einen Vermögensvortheil zu verschaffen,

1. das Vermögen des Committenten dadurch beschädigt, dass er hinsichtlich eines abzuschließenden Geschäftes wider besseres Wissen unrichtigen Rath oder unrichtige Auskunft ertheilt oder
2. bei der Ausführung eines Auftrages oder bei der Abwickelung eines Geschäfts absichtlich zum Nachtheile des Committenten handelt,

wird mit Gefängnis bestraft. Neben der Gefängnisstrafe kann auf Geldstrafe bis zu Dreitausend Mark sowie auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschließlich auf Geldstrafe erkannt werden.

Der Versuch ist strafbar in den Fällen der Ziffer 1.

[1]) A. A. Schaps, Selbsteintrittsrecht des Commissionärs, 1887.

gemeiner gesprochen, es sind Lieferungsgeschäfte mit genau bestimmtem Lieferungstermin (Art. 338, 357 H. G. B.).

Betrachten wir den Artikel 338, so sind dessen Merkmale[1]) alle vorhanden. Nämlich es sind Handelsgeschäfte vorliegend (§ 14 B. G. in Verbindung mit Art. 271); es wird nicht gleich beim Vertragsabschluss erfüllt, sondern erst zu einem bestimmten Termine; vertretbare Sachen sind doch Effecten stets; es liegt eine bestimmte Quantität vor, ein Börseschluss, und der Preis wird stets sehr sorgfältig bestimmt. Also ist das Börsegeschäft das Muster eines Lieferungsgeschäftes nach Art. 338. Der Termin ist nun in der Art bestimmt, dass das Geschäft entweder bis zu einer festbestimmten Zeit oder binnen einer bestimmten Zeit erfüllt werden muss, widrigens es überhaupt nicht mehr erfüllt werden darf, denn die Erfüllung wäre ein *aliud*. Solche Geschäfte sind Fixgeschäfte.[2]) Börsegeschäfte, welche im Arrangement erfüllt werden, sind unbedingt Fixgeschäfte. Aber auch bei directen Zeit- und Cassageschäften muss man im Zweifel entscheiden, die Geschäfte sind als Fixgeschäfte gewollt, denn, dass eine Ware Gegenstand des Börsenhandels ist, spricht dafür (wie das Reichsoberhandelsgericht wiederholt entschieden hat), dass die Geschäfte Fixgeschäfte sind.[3])

Auch Geschäfte, deren Erfüllungszeit durch einen *dies ad quem* bestimmt ist, gehören hieher, also namentlich die sogenannten Wandelgeschäfte (vgl. später S. 170), dann die Geschäfte mit „fix und täglich“, „per ultimo fix und täglich“ „mit Ankündigung“ (§ 15 Frankfurter Usancen). Die Geschäfte mit dem Zusatze „fix und täglich“ berechtigen den Käufer täglich zu kündigen, und zwar die ganze geschlossene Quantität oder nur Theilsummen (ganze Börseschlüsse); die Geschäfte „mit Ankündigung“ gewähren dem Verkäufer dieses Recht. Solche Geschäfte sind an deutschen Effectenbörsen üblich. (In Wien spielen sie eine große Rolle an der Börse für landwirtschaftliche Producte; Usancen §§ 25, 26, 60, 61.)

---

[1]) Vgl. Staub, S. 843.

[2]) Man spricht namentlich an der Productenbörse von „fixen“, für Termingeschäfte abschließen: „X fixt Spiritus.“

[3]) § 16 Berliner Usancen: „Zeitgeschäfte gelten in Ermangelung einer besonderen Verabredung als fix geschlossen.“

Ich fasse zusammen: Die thatsächlich bestehenden (echten) Differenzgeschäfte gibt es kraft Gesetzes in Österreich an den Börsen nicht; **alle anderen Börsegeschäfte sind keine aleatorischen Geschäfte, sondern Lieferungsgeschäfte: und diese Geschäfte können, wenn der allein börsefähige und börsekundige Commissionär verschwindet und der Committent in das Geschäft eintritt, nicht aleatorische Geschäfte werden!** Freilich muss das Geschäft, so wie es geschlossen wurde, auf den Committenten übertragen werden.

Wenn man einmal zu der Erkenntnis gelangt ist, dass die Börsegeschäfte gar nichts anderes sind als Käufe, welche erst zu einem bestimmten hinausliegenden Zeitpunkt zu erfüllen sind, oder richtiger als Lieferungsgeschäfte, dann hat man mit denselben eine sehr leichte Aufgabe, denn sie sind nach den Bestimmungen über den Kauf zu beurtheilen.

Betrachten wir kurz die allgemeinen Bestimmungen über Handelsgeschäfte (Art. 278—316), den Abschnitt über die Abschließung der Handelsgeschäfte (Art. 317—324), den Abschnitt über die Erfüllung der Handelsgeschäfte (Art. 324—336), dann die Lehren vom Kaufe (Art. 337—359) und schließlich die allgemeinen obligationenrechtlichen Bestimmungen des a. b. G. B. in ihrer Anwendung auf Börsegeschäfte nach Wiener Usance.[1])

Art. 279 (Bedeutung der Usancen) wurde schon besprochen. Art. 280 (Solidarhaftung) gilt wohl, hat aber keine praktische Bedeutung; das Gleiche gilt bei Art. 281. Art. 282 hat kein Anwendungsgebiet, denn es gibt nur ein Leisten oder Nichtleisten; man könnte in den Bestimmungen der Wiener Arrangementordnung (namentlich § 9) ein Anwendungsgebiet finden. Art. 283, dass Schadenersatz sowohl *damnum emergens* wie *lucrum cessans* inbegreift, ist sehr wichtig, namentlich im Maklerrecht und dann bei *mora* (§ 11 der Bedingungen). Art. 284 und 285 (Conventionalstrafe und *arrha*) sind mit dem auf *bona fides* aufgebauten Börseverkehr unvereinbar. Art. 286 *laesio enormis* gibt bei Handelsgeschäften nie Grund zur Anfechtung.[2])

[1]) Die nicht cit. Artikel haben entweder im Börserecht kein Anwendungsgebiet oder wurden bereits anderweits erörtert.

[2]) Warum der Herausgeber des Handelsrechtes bei Manz, Hasenöhrl, gerade hier § 13 B. G. (Unstatthaftigkeit des Differenzeinwandes) anführt, ist mir

Art. 287 (Verzugszinsen und gesetzliche Zinsen) kann nur bei *mora* in Betracht kommen, sonst werden ja Stückzinsen berechnet. Art. 290, „ein Kaufmann thut nichts umsonst"; er darf stets eine Vergütung (Provision) fordern, gilt auch bei Börsegeschäften, und werde ich diesen Satz noch recht fruchtbar anwenden. Art. 296, Präsumtive Ermächtigung des die Quittung Präsentierenden zum Zahlungsempfang, kann auch bei directen Börsegeschäften praktisch werden. Sehr wichtig ist die Bestimmung des Art. 297, dass ein Antrag, ein Auftrag oder eine Vollmacht des Kaufmanns in Sachen seines Handelsgewerbes durch den Tod im allgemeinen nicht aufgehoben werden, z. B. für den Auftrag an Makler, den Agenten, den Commissionär, für die Stellung des Börsedisponenten. Art. 298 betreffend den Umfang der Vollmacht ist modificiert durch § 3 des Statutes, doch ist der allgemeine Satz des Art. 52, dass zwischen dem Bevollmächtigten und dem Dritten durch das Geschäft weder Rechte noch Verbindlichkeiten begründet werden, aufrecht erhalten, was auch schon hervorgehoben wurde.

Art. 304 gilt insoferne, als „nach den Landesgesetzen" eben Actien durch Indossament übertragen werden können und müssen mit der Wirkung, dass alle Rechte aus dem indossierten Papiere auf den Indossatar übergehen; in demselben Maße gilt auch Art. 305. Der Satz des Art. 306, welcher den Schutz des *bonae fidei possessor* bezweckt, indem er ihm Eigenthum an den von einem Kaufmanne in dessen Handelsbetrieb veräußerten und tradierten „beweglichen Sachen" verschafft, ist in der erweiterten Gestalt des Art. 307, wonach Inhaberpapiere auch dann Eigenthum des redlichen Erwerbers werden, wenn der Veräußerer kein Kaufmann ist und die Papiere gestohlen oder verloren waren, besonders wichtig. Der Börsekaufmann, der Makler sind gesichert, dass, wenn sie Papiere von Privaten erwerben, sie keiner Vindication ausgesetzt sind, befinden sich also ihren Gegencontrahenten, welche nicht Kaufleute sind, gegenüber nicht in einer ungünstigeren Lage, während dies sonst zwischen Kaufleuten und Kunden der Fall ist; für den Kunden genügt schon § 367, welcher im Sinne des Art. 308 aufrecht erhalten wird.[1])

nicht klar. Wer denkt daran, dass es überhaupt eines Surrogates für die *laesio enormis* bedürfe, oder dass der Differenzeinwand mit der *laesio enormis* juristisch verwandt ist?!

[1]) Vgl. § 269 neue E. O.

Sehr wichtig ist die Bestimmung des Art. 309 für das Lombard- und Reportgeschäft; es genügt die Besitzübertragung auf den künftigen Gläubiger neben dem Verpfändungsübereinkommen.

Art. 317 gilt in eminentem Maße bei den Börsegeschäften; nur der § 12 B. G. ist unbedingt zu beobachten.

Art. 318 hat bei den Börsegeschäften sein rechtes Anwendungsgebiet. Die Erklärung auf den Antrag unter Gegenwärtigen muss sofort, d. h. ohne unnöthigen Aufschub erfolgen: denn an der Börse wechselt das Bild von Minute zu Minute, und eine längere Gebundenheit wäre von Übel für den Offerenten; doch ist dem Oblaten eine ganz kurze Bedenkzeit zu gewähren.

Nichtzuhalten oder Zurückziehen gemachter Offerte ist verboten und nach § 17 B. G. strafbar (Kundm. der Börsekammer vom 19. Jänner 1876).

Art. 322 kann sehr wichtig werden, z. B. A offeriert dem B im December 25 Stück X-Actien à 102 ultimo December, B sagt: „für ultimo Jänner nehme ich"; dann muss A zustimmen oder ablehnen. B ist kurze Zeit gebunden.

Art. 323 hat nur ein sehr beschränktes Gebiet; es gilt namentlich nicht dem Mäkler gegenüber, wohl aber im Verhältnis zwischen Committent und Commissionär; der Handelsmäkler ist aber wohl durch § 1003 a. b. G. B. und durch Art. 69 verpflichtet, sich „ohne Zögerung" dem Auftraggeber gegenüber zu erklären.

Art. 324 den Erfüllungsort betreffend entscheidet § 5 der Bedingungen, resp. die Arrangementordnung.

§ 325, welcher von Holschulden und Bringschulden spricht, kommt nicht in Betracht, da directe Geschäfte stets Bringschulden, Arrangementgeschäfte naturgemäß Holschulden sind (schon besprochen).

Art. 327, al. 2 gilt, ebenso Art. 328 bezüglich der Fristen-Computation, soweit dies die Natur der Börsegeschäfte gestattet.

Dagegen gilt nicht Art. 330, dass bei einer Frist vor Ablauf derselben zu erfüllen ist, und wenn ein Sonntag der letzte Tag ist, am vorhergehenden Wochentage.

Art. 333 ist wichtig bei Prolongationen: es läuft nämlich, soferne nicht ein Kalendertag als letzter Tag der neu ge-

währten Frist bestimmt wurde, die neu gewährte erst vom ersten Tage nach Ablauf der alten Frist.

Art. 334 ist müßig, wenn es sich um Fixgeschäfte handelt, im allgemeinen ist der *dies* zu Gunsten beider beigesetzt.

Art. 335 cessiert bei Effecten; da gibt es kein Handelsgut mittlerer Art und Güte.

Art. 336 bezüglich der Berechnung von Maß, Gewicht, Münzfuß, Münzsorten, Zeitrechnung und Entfernung kann nur bezüglich der letzten Punkte in Betracht kommen; diejenigen Münzen (Währungen) und Zeitrechnungen sind vertragsmäßig, welche am Erfüllungsorte gelten. Der Erfüllungsort ergibt sich aus Art. 324; wichtig kann dies namentlich bei Geschäften mit Ausländern und bei Arbitrageoperationen werden.

§ 5, Bedingungen, sagt ausdrücklich, dass niemand gehalten werden kann, die Lieferung außerhalb der ersten neun Bezirke vorzunehmen [1]; in einem solchen Falle wird also die Schuld eine Holschuld. Bei den Geschäften mit den Remisiers kann die Frage actuell werden, und da ist wohl so zu entscheiden, dass der Remisier im Vollmachtsnamen seiner Firma die Effecten in Empfang nehmen kann; wenn die Schuld also im Inland, beispielsweise in Wien zu erfüllen ist, muss der Börsemann dem Remisier in seiner Handelsniederlassung liefern, und dieser muss mit inländischem Gelde bezahlen. Die ausländische Firma muss aber einen Bevollmächtigten behufs Erfüllung in Wien namhaft machen, da die Schuld eben nie in dem Sinne Bringschuld ist, dass der Börsemann die Effecten ins Ausland zu liefern hat, sondern innerhalb des betreffenden Ortes bringen muss.

Art. 337, Anerbieten zum Verkaufe an mehrere Personen, kommt im Börsehandel nicht vor, wohl aber beim Commissionsgeschäft.

Art. 344 kann bei Effectenversendungen vorkommen und gilt dann der Satz, dass der Verkäufer „als ordentlicher Kaufmann bei Bestimmung der Versendungsart vorzugehen hat“ (vgl. § 429 a. b. G. B.).

Art. 346 und 347 Prüfung, Art. 348 bis 350 Dispositions-

---

[1]) Heute wohl praktisch obsolet, wo sämmtliche Bezirke Wiens enge zusammenhängen und von der Börse nach manchen neuen Bezirken näher ist als nach manchen alten.

stellung der Ware cessieren, und gelten an deren Stelle, soweit überhaupt bei Effecten eine Prüfung vorzunehmen und diese zur Disposition zu stellen möglich ist, die Bestimmungen des § 15 der Bedingungen. Nicht lieferbar sind: Stücke mit unrichtigen Cessionen, Stücke mit unrichtigen Coupons, Stücke mit Deponierungsclausel ohne zugehörige Erfolglassungsclausel bedruckt oder beschrieben, Stücke, über welche das Amortisationsverfahren eingeleitet oder durchgeführt ist, sowie Stücke, welche arg beschrieben oder arg beschädigt sind.

Die Lieferung „reiner" Stücke muss besonders bedungen werden.

Ob ein Stück derart beschädigt oder beschrieben ist, dass es deshalb nicht lieferbar ist, entscheidet ein von der Börsekammer für derlei Fälle niedergesetztes Comité.

Die Wiener Börsekammer sah sich veranlasst, als Vergütung für die hiemit verbundenen Kanzleiauslagen eine Gebür von 20 kr. für jedes zur Prüfung dem Comité vorgelegte Stück (Effect) festzusetzen. (Kundm. der Börsekammer vom 12. Jänner 1889.)

Anstände wegen Nichtlieferbarkeit eines Stückes müssen vom Übernehmer gleich bei der Übernahme erhoben werden, nachträglich sind sie nur zu berücksichtigen, wenn der Nachweis erbracht wird, dass das Stück den Mangel bereits bei der Übernahme an sich hatte.

Werden irrigerweise gekündigte, beziehungsweise verloste, amortisierte oder solche Effecten geliefert, hinsichtlich derer das Amortisationsverfahren eingeleitet ist, so hat jeder Contrahent das Recht, innerhalb der im § 1487 a. b. G. B. erwähnten Frist von 3 Jahren den Umtausch derselben gegen unverloste und umlaufsfähige von dem anderen Contrahenten zu verlangen, sowie die Pflicht, dieselben umzutauschen.

Nur in dem Falle, dass der Empfänger schon vor Eintreffen der Reclamation nachweislich und *bona fide* die Stücke weiter begeben hat, ist diese Pflicht nur nach Maßgabe der Möglichkeit und gegen Erstattung aller Kosten zu erfüllen.

Einen vom Tage der Lieferung bis zum Tage des Umtausches entstandenen Zinsenverlust hat der Verkäufer (Lieferer) bis zum vollendeten sechsten Monate — von dem Lieferungstage gerechnet — zu tragen, späterhin der Käufer (Empfänger).

Wird ein Coupon eines Effectes nicht eingelöst, so muss derselbe an dem Effecte so lange haften bleiben, bis eine Kundmachung der Börsekammer über den weiteren Vorgang erflossen ist.

Coupons müssen bei der Ablieferung für jede einzelne Kategorie consigniert oder stampigliert werden. —

Art. 351 gilt nicht an der Börse in Wien, denn es soll vermieden werden, dass dem Verkäufer Kosten erwachsen; bei den Arrangementgeschäften haben beide Theile zu erscheinen; der eine um zu erlegen, der andere um zu beheben. —

Es erübrigt also nur noch, über die Execution wegen Nichterfüllung zu sprechen.

Die allgemeinen Grundsätze des Handelsgesetzbuches sind in Kürze folgende:

Art. 354 regelt die Folgen von Säumnis des Käufers bei Zahlung des Kaufpreises; der Verkäufer kann 1. entweder zurücktreten oder 2. Erfüllung des Vertrages mit Schadenersatz wegen verspäteter Erfüllung verlangen oder 3. die Ware (unter Beobachtung der Bestimmungen des Art. 343) verkaufen und Schadenersatz fordern. Art. 355 regelt die Folgen bei Verzug auf Seite des Verkäufers. Der Käufer darf 1. zurücktreten oder 2. Erfüllung nebst Schadenersatz wegen verspäteter Erfüllung fordern oder 3. Schadenersatz wegen Nichterfüllung verlangen.

Zwischen den Rechten der Parteien besteht eine Abweichung nur darin, dass der Verkäufer das Recht und die Pflicht hat, einen executiven Verkauf vorzunehmen, während der Käufer nur das Recht hat, Schadenersatz wegen Nichterfüllung zu fordern.

Der Verkauf darf schon im Sinne des Art. 343, nachdem doch Effecten einen Börsepreis haben, nicht-öffentlich durch einen Handelsmäkler erfolgen; und speciell das B. G. (§ 16) räumt der Börseleitung das Recht ein, wegen Nichterfüllung oder constatierter Insolvenz Käufe und Verkäufe im Sinne der Art. 311, 354—357 H. G. unter Vermittlung von Handelsmäklern durchzuführen. In Ausführung dieser gesetzlichen Befugnis sind denn auch die §§ 11, 12 der Bedingungen und die §§ 10—14 der Arrangementordnung entstanden.

In welchem Verhältnis stehen Art. 343 und Art. 354? Ersterer regelt den Empfangnahmeverzug, letzterer den

Zahlungsverzug. Ob bei Börsegeschäften diese Unterscheidung zu machen sein wird, ist fraglich, obwohl § 5, al. 4 einen Fingerzeig dafür zu bieten scheint: „hat der Liefernde bei der ersten Präsentation der zu liefernden Werte den Gegenwert nicht erhalten, so ist er nicht verpflichtet, diese ein zweitesmal zu präsentieren, sondern kann verlangen, dass dieselben von dem Übernehmer rechtzeitig abgeholt werden", d. h. er muss die Effecten aufheben, doch wie lange?! bis sie nicht mehr „rechtzeitig" abgeholt werden; ich glaube also, dass bei directen Geschäften (nur um solche kann es sich handeln, denn bei Arrangementgeschäften gilt Art. 357) in einem solchen Falle „eine den Umständen angemessene Frist zur Nachholung des Versäumten zu gewähren ist" [1]) (Art. 356).

Nehmen wir an, ein auswärtiges Haus schließt durch einen Remisier ab, doch zur Ablieferung wird stets eine Bank bestimmt; der Verkäufer geht zum Remisier und dieser sagt ihm, er habe noch keine Depesche, wo die Effecten diesmal abzuliefern seien: da muss der Börsemann wohl ein *modicum tempus* zuwarten, etwa bis kurz vor Schluss der Mittagbörse. Erhält der Verkäufer ein Telegramm: „Liefern Sie bei der X-Bank" und will dies thun, bekommt aber bei der X-Bank die Auskunft: „Wir nehmen die Effecten schon an, aber es ist keine Deckung da", da kann der Verkäufer sofort (nach Art. 354) verkaufen; im ersteren Falle muss er noch eine Weile zuwarten und dann auf Grund des Art. 343 verkaufen. Meistens aber werden Empfangsverzug und Zahlungsverzug zusammenfallen.

Der Verkäufer muss die Effecten anbieten, worin wohl liegt, dass er die Effecten bereit hat; ob der Verkäufer dem Käufer die Effecten zeigen muss, ist fraglich. (Leist stellt die Theorie auf, dass der „Verkäufer bereit und in der Lage sein muss zu erfüllen".) In dem Anbieten liegt im allgemeinen die Aufforderung zu zahlen; auf Theilzahlungen muss sich der Verkäufer nicht einlassen (§ 1415 a. b. G. B.).

Nach dem D. H. G. B. hat der Verkäufer das Recht des Selbsthilfeverkaufes; dieses muss er ausüben, wenn er nicht vom Vertrage abgeht oder nachträgliche Erfüllung zugesteht. Dieser Verkauf ist bei Effecten nicht öffentlich (Adler-Clemens,

---

[1]) Vgl. Münchener Börseordnung, § 50: „nach fruchtlosem Verlaufe der gewährten Nachfrist".

Nr. 1310 und 1320) und hat zum „laufenden Preise“ zu erfolgen; unter dem laufenden Preis wird nicht der notierte Cours verstanden, sondern ein Preis, welcher der Marktgestaltung entspricht. Zum officiell notierten Cours kann der Verkäufer die Effecten selbst kaufen, denn es liegt ja keine Gefährdung des Schuldners vor. (A. M. Staub, 5. Aufl., S. 796.) Ein Überschuss, welcher beim Verkaufe resultiert, gehört dem Käufer.

Art. 355 spricht von den Rechten des Käufers bei Verzug des Verkäufers, wenn dieser die Ware nicht übergibt. Wann der Verkäufer in Verzug geräth, ist streitig; muss der Käufer seinerseits das Geld offerieren, oder genügt es, dass der Verkäufer die Effecten nicht offeriert? Es dürfte wohl genügend sein, wenn der Verkäufer nicht liefert. Wenn der Verkäufer sich für Rücktritt oder nachträgliche Erfüllung entscheidet, ist das ohne Interesse. Interessant ist es nur, wenn Schadenersatz verlangt wird. Der Schaden wird berechnet, indem man die Differenz zwischen dem Contractpreise und dem Marktpreise am Deckungstage nimmt (Art. 357), und zwar ohne dass der Käufer wirklich einen Kauf vornimmt; er kann jedoch wirklich kaufen (das muss er thun, wenn er nach einer anderen Seite *in bianco* verkauft hat), und dann kann er die Differenz zwischen dem Contractpreis und dem Preis, zu welchem er wirklich gekauft hat, aufrechnen. Viele Theoretiker (z. B. Adler bei Holdheim 1897) sind der Ansicht, dass die abstracte Schadensberechnung für die Committenten sehr ungünstig sei und damit Schwindeleien aller Art die Wege geebnet seien und bekämpfen deshalb jene gesetzlichen Bestimmungen, welche wie Art. 376 neues D. H. G. B. dieselbe für allgemein zulässig erklären. Gefährlich ist ein solches Recht; doch gefährden Käufe und Verkäufe die Parteien noch oft viel mehr, indem dadurch leicht enorme Preissteigerungen oder Coursstürze entstehen, und den ganzen Markt beeinflussen.

Wenn bei einem Deckungskaufe für den Käufer Gewinn resultiert, bleibt ihm derselbe, da er ja nicht zu einem Kauf verpflichtet war, sondern einfach den Schaden abstract hätte berechnen können.

Art. 356 spricht von der Anzeigepflicht, bezüglich welcher der zu Gebote stehenden Rechte man sich entschieden hat, und diese Anzeigepflicht ist selbstverständlich in den Usancen

aufrechterhalten. Art. 357 handelt von den schon besprochenen Fixgeschäften; namentlich al. 2 ist wichtig, welches bestimmt, dass bei Waren, welche einen Börse- oder Marktpreis haben, der Verkauf „unverzüglich" vorgenommen werden muss; ich halte meine Anschauung, welche ich zu Art. 343, respective 354 geäußert habe, mit der einzigen Einschränkung aufrecht, dass der Verkauf eben längstens bis zum Schluss der Mittagsbörse ausgeführt sein muss.[1]) So glaube ich das „unverzüglich" dieses Paragraphen mit dem Satze, dass an der Mittagbörse des Erfüllungstages die executive Transaction vorzunehmen ist, vereinigen zu können (bezüglich der Arrangementgeschäfte vgl. § 10 Arrangementordnung).

Die Börsegesetze und Börseordnungen gehen von dem Bestreben aus, Käufer und Verkäufer in rechtlicher Hinsicht gleich zu stellen. § 16 B. G. spricht von Käufen oder Verkäufen wegen Nichterfüllung, § 11 Bedingt von der Nichterfüllung bei directen Geschäften und gewährt beiden Parteien die Rechte des Art. 354; doch damit sind auch Pflichten verbunden, nämlich die Notificationspflicht dem Executen gegenüber, wie auch die Pflicht, eine Anzeige der Börsekammer zukommen zu lassen; dann muss auch der Käufer, wenn er Schadenersatz wegen Nichterfüllung verlangen will, kaufen, darf also den Schaden nicht abstract berechnen. Hier dürfen auch Sensarie, Stempel gefordert werden, während dies sonst bei Deckungskäufen (Staub, 5. Aufl., S. 937, Anm. 2) nicht der Fall ist. Wichtig ist auch, dass, wenn sich ein Überschuss ergibt, dieser dem Säumigen gehört, da doch die Execution auf Rechnung des Säumigen erfolgte. Etwas anders bei mittels Arrangement abzuwickelnden Geschäften; hier darf vom Vertrage nicht abgegangen werden; nur Executionsverkauf, respective Kauf durch den Wiener Giro- und Cassenverein oder nachträgliche Erfüllung ist gestattet (bei Insolvenzen ist natürlich nur Executionsverkauf, respective Kauf möglich).

Die executiven Operationen werden stets durch Sensale ausgeführt, und zwar unter Anzeige an die Börsekammer. Wenn die Execution an dem betreffenden Börsetage nicht möglich war, ist dies auch dem Executen anzuzeigen. (Détails

[1]) Vgl. § 12 Bedingungen.

§ 12 Bedingungen, § 11 Arrangementordnung). Sehr wichtig ist, dass, wenn durch nicht rechtzeitige Erfüllung ein weitergehender Schaden verursacht worden ist, als er durch einen Executionsverkauf, respective Kauf gut gemacht wird, auch dieser gegen den Schuldtragenden geltend gemacht werden kann, also directer Schaden wie auch *lucrum cessans* (Bedingungen § 11 i. f.). —

Eine Anfechtung wegen Zwang und Furcht ist bei Börsegeschäften als in einem öffentlichen Locale geschlossenen Geschäften ausgeschlossen; auch in der Berücksichtigung eines Irrthums wird man nicht zu lax sein dürfen, da an der Börse oft das Unwahrscheinlichste das Richtigste ist, daher hier die Voraussetzung des § 876 a. b. G. B., dass der Gegencontrahent selbst den Irrthum hätte erkennen müssen, schwer anwendbar sein dürfte. Bei Arrangementgeschäften muss aus Verkehrsrücksichten jede Anfechtung ausgeschlossen sein. —

Das zuständige Gericht für Börsegeschäfte ist bei uns gewöhnlich das Schiedsgericht.[1]) Sonst können die Parteien innerhalb der Grenzen des § 104 J. N. ein Gericht prorogieren.

Leider werden die Streitigkeiten zwischen Commissionär und Committent gewöhnlich nicht durch Handelssenate entschieden (gemäß § 51 J. N.), da selten protokollierte Kaufleute als solche geklagt werden; es fehlt daher im Senate die Stimme des gerade bei Börseprocessen ganz unersetzlichen Laienrichters und ist der Richter gezwungen, stets Sachverständige beizuziehen, was seine Misstände hat.

Geschäfte mit beschränktem Risico (Prämiengeschäfte).

Jeder Händler leidet leicht darunter, dass plötzliche Conjuncturänderungen und Ereignisse ganz unvorhergesehener Art seine Pläne durchkreuzen und er beim Verkauf nicht nur keinen Verdienst, sondern Verlust hat; ganz besonders drohend ist diese Gefahr bei den Effecten. Eine Stunde genügt oft, um groß angelegte Speculationen zuschanden zu machen und dem Speculanten, respective Negotianten großen Schaden zuzufügen.

---

[1]) Streitigkeiten aus Börsegeschäften .... müssen, wenn die Parteien nichts anderes schriftlich vereinbart haben, durch das .... Schiedsgericht ausgetragen werden. (§ 54 Statut.)

Der Banquier, der vernünftig erwägende Capitalist wird sich all die Umstände, welche oben gelegentlich der Besprechung der Factoren, welche auf die Preisbildung Einfluss haben, dargestellt wurden, vor Augen halten und bestrebt sein, das Risico zu vermindern. Die Rechtsacte, welche ich unter der Bezeichnung „Geschäfte mit beschränktem Risico“ zusammenfasse, haben alle den Zweck, den Speculanten vor einem unbestimmbar großen Schaden zu bewahren.

Zunächst will ich den Charakter dieser Geschäfte ausführen[1]), wobei versucht werden soll, nach dem Muster Thöls den ökonomischen Gedanken, welcher die Parteien bei jedem dieser Geschäfte leitet, zu bestimmen.

1. Das einfache Prämiengeschäft. Der Prämienzahler erwirbt das Recht, je nach der Rolle von dem Gegencontrahenten eine festgesetzte Quantität eines Börsewertes zu einem vereinbarten Course an einem bestimmten Tage nehmen zu können; oder aber dem anderen an einem fixen Termine zu fixiertem Preise eine vereinbarte Quantität bestimmter Werte liefern zu können. 25 Stück x-Actien stehen per ultimo 360 — die Prämie sei 4 fl.; diese wird gleich gezahlt und am ultimo hat der Wahlberechtigte die Wahl, x-Actien zu 361 beziehen oder die Abnahme der Stücke unterlassen zu können, das Geschäft (oder das Recht) zu „abandonnieren“ (wie der *terminus technicus* lautet). Das ist eine Prämie auf Nehmen; eine Prämie auf Geben (Verkaufen) wäre beim Course von x-Actien 364, per ultimo 25 Stück *in bianco* zu verkaufen und (die Prämie zu 4 fl. angenommen) gleich 100 fl. zu zahlen; damit kann ich entweder 25 Stück zu ultimo liefern oder das Geschäft (das Recht) abandonnieren. Beim einfachen Prämiengeschäft muss sich der Käufer (Prämienzahler) entscheiden, ob er beziehen will oder nicht; maßgebend werden folgende Erwägungen sein; die Actie stünde im ersten Beispiel auf 366, dann beträgt der Gewinn 2 fl. — 4 fl. Prämie gehen je verloren, wenn das Papier auf 354 sinkt, wären beim regulären Lieferungsgeschäft 6 fl., mithin beim Schluss 150 fl. verloren, doch wenn die Prämie abandonniert wird, beschränkt sich der Verlust auf 100 fl. Bei den Coursen 360 bis 364 ist kein Gewinn vorhanden, erst bei Coursen über 364 ist sicherer Gewinn.

[1]) Wobei noch keine streng juristische Terminologie angewendet wird.

Ein solches Geschäft schließt man, wenn man auf Steigen hofft, doch nicht fest darauf rechnet. Bei der Prämie auf Geben wird im letzteren Beispiel bei einem Cours unter 360 ein Geschäft zustande kommen; wenn der Cours über 360 steigt, wird der Käufer die Prämie abandonnieren. Die Vermuthung, die Preise werden sinken, liegt einem solchen Geschäfte zugrunde.

2. Das Dontgeschäft; dieses besteht darin, dass von einem Effecte ein Schluss gekauft oder verkauft wird, mit dem Rechte, am Stichtage (am Tage der Prämienerklärung) diese Papiere zu beziehen, respective zu liefern oder die Prämie zu abandonnieren, wobei dann (im Nachhinein) die Prämie gezahlt werden muss, und zwar entweder abgesondert (364 dont 4, mithin 4 fl.), oder indem bei einer Effectenbewegung ein höherer Preis gezahlt, ein niedrigerer erhalten wird, welcher Zuschlag auch „dont" heißt. Man spricht von „Vor-" oder „Rückprämie", je nachdem das Erklärungsrecht dem Käufer oder einem Verkäufer zusteht. Die Differenz zwischen dem Börsencourse des Tages, an welchem das Geschäft abgeschlossen wird, und dem Übernahmscours heißt „Ecart". Ökonomisch ist der Effect des Dontgeschäftes gleich jenem beim Prämiengeschäfte, wobei es sich höchstens um eine minimale Zinsenersparnis handelt; doch ist die Ansicht dessen, welcher ein Dontgeschäft schließt, entschieden gefestigter, als die desjenigen, welcher ein Prämiengeschäft schließt; denn wenn man schon einmal gezahlt hat, hat man sich mit dem Gedanken vertraut gemacht, Geld zu verlieren; außerdem muss man zum Prämiengeschäft im allgemeinen soviel Geld haben, als die Prämie beträgt, während derjenige, welcher ein Dontgeschäft abschließt, eventuell damit rechnen kann, dass er bei Gelingen der Operation das Geld miterhalten werde, kurz, wer ein Dontgeschäft schließt, denkt weniger an die Möglichkeit einer reinen Prämienzahlung als an das zukünftige Geschäft.

3. Das doppelte Prämiengeschäft (auf Geben und Nehmen) besteht darin, dass der Zahler der Prämie das Recht erwirbt, an einem bestimmten Tage eine festgesetzte Quantität eines Börsewertes dem Gegencontrahenten zu fixem Course zu liefern, oder auch dieselbe Quantität zum gleichen vereinbarten Preise von ihm nehmen zu können — oder aber gar kein Geschäft abzuschließen. A schließt mit B 25 Stück

X-Actien à 364 auf ultimo März — Prämie 8 fl.: 200 fl. werden sofort gezahlt, und A kann ultimo entweder 25 Stück nehmen oder geben oder die Prämie abandonnieren; eine solche Operation werde ich unternehmen, wenn ich glaube, es werden Schwankungen eintreten, aber gar keine Anhaltspunkte für deren Richtung und Größe habe; z. B. man sieht, dass bei einem Institut etwas „vorgehe“ — was, ob dies günstig oder ungünstig ist, kann man nicht entnehmen. Die Erwägungen des Contrahenten sind dieselben wie beim einfachen Prämiengeschäfte. Ganz verloren ist die Prämie nur in dem relativ seltenen Falle, dass der Cours am Stichtage der gleiche ist wie der Vertragscours. Doch bemerken die Praktiker ganz richtig, dass der Contrahent während der Laufzeit des Engagements durch entsprechende Operationen und Gegenoperationen den Umstand ausnützen muss, dass er *à la hausse* und *à la baisse* arbeiten kann, daher denn auch selten die Prämie mit ihrem vollen Betrage verloren gehen wird, was bei ihrer relativ großen Höhe kein unbeträchtlicher Schaden wäre; z. B. kann ich das Geschäft gleichzeitig mit einem Zeitkauf oder Zeitverkauf abschließen und habe den Vortheil, bei entsprechender Coursrichtung mit zwei Schlüssen speculieren, daher den Gewinn vermehren zu können.

Von etwas anderer Structur sind die nun zu besprechenden Geschäfte, und zwar:

4. das „Nochgeschäft“; ein Contrahent verkauft dem anderen eine Quantität eines bestimmten Börsewertes mit dem Rechte für eine von ihm zugestandene Prämie (die im niedrigeren Preis zum Ausdruck kommt) an demselben Tage noch eine gleiche (oder eine vielfache) Anzahl liefern zu können, oder ein Contrahent kauft von dem anderen eine Quantität Papiere und erwirbt gegen Prämie das Recht, noch eine gleich große Quantität nehmen zu können zum gleichen (ohnehin schon erhöhten) Preise. Die Geschäfte der ersteren Art nennt man „Muss“geschäfte, die letzteren Nochgeschäfte im engeren Sinn, denn jedes Nochgeschäft ist für den Gegencontrahenten ein „Muss“geschäft, da dasselbe im Falle der Ausübung des Nochlieferungs- oder Nachforderungsrechtes erfüllt werden muss; es muss sich stets um zwei Börsenschlüsse handeln, einen, der fest gekauft ist, und den anderen, welcher

als „noch“ (muss) Schluss in Betracht kommt, und bezüglich dessen das Schicksal erst am Stichtag sich entscheidet. Hier muss der Contrahent unter allen Umständen eine Bewegung in einer Richtung für sehr wahrscheinlich halten, denn er operiert ja *à la hausse* oder *à la baisse*, und will, wenn das erwartete Resultat eintritt, dadurch, dass er sich eine größere Partie des Effects gesichert hat, den günstigen Cours reichlicher ausnützen.

Ähnliche Grundzüge zeigt 5. das Geschäft auf „fest und offen“ — wobei der Wahlberechtigte sich am Stichtage dafür entscheiden kann, weniger zu beziehen oder zu liefern, gegen Entrichtung einer Prämie, welche im Course liegt. Dieses Geschäft ist also das Widerspiel des vorigen; derjenige, der ein solches Geschäft sich sichert, ist überzeugt von der Bewegung in der angedeuteten Richtung, will aber für den im Bereiche der Möglichkeit liegenden entgegengesetzten Fall sich nicht zu sehr binden.

6. Das Stellagegeschäft ist ein solches, wo ein Contrahent (Verkäufer der Stellage) sich verpflichtet, dem anderen (Käufer der Stellage) nach des letzteren Wahl an einem bestimmten Tage eine festgesetzte Quantität Effecten zu einem niedrigeren Course zu liefern oder zu einem höheren Cours zu nehmen — ein Rücktrittsrecht gibt es nicht. Man schließt z. B. 25 Stück X-Actien à 360—380, d. h. man kann um 380 kaufen, um 360 verkaufen — die Differenz 360—380 nennt man Spannung, 370 ist der Stellcours (Stellagemitte). Das Stellagegeschäft ist ein ganz interessantes Geschäft, es entspringt der sicheren Erwartung, dass der Cours eines Papieres eine große Veränderung erleiden werde, die Contrahenten wissen aber nicht, nach welcher Richtung; da bei den bisher besprochenen Geschäften ein Rücktrittsrecht besteht, bei einer schwachen Coursbewegung der Verkäufer einfach die Prämie lucriert, konnte diese bei den anderen Geschäften ziemlich mäßig berechnet werden. Hier ist nichts dergleichen, der Verkäufer der Stellage ist durch das „Stillehalten“ gefährdet, daher die Prämie, welche im Preise steckt, oft sehr hoch ist. Es lässt sich jemand 50 Stück X-Actien stellen 350—370, bei einem Ultimocours 360; beim Course 356 wird man verkaufen, und 300 fl. verlieren, beim Course 363 kaufen und 350 fl. verlieren

— ein Gewinn ist erst zu verzeichnen, wenn die Course außerhalb der Spannung 350/70 liegen. Man muss also einen ziemlich sicheren Anhaltspunkt für eine Bewegung haben, um eine Stellage abzuschließen, da die Gefahr keine geringe ist; weil kein Rücktrittsrecht möglich ist, kann es zu keiner abgesonderten Prämienzahlung kommen. Doch hat der Käufer der Stellage den Vortheil, dass er gleichzeitig *à la hausse* und *à la baisse* speculiert, daher nicht ins Bodenlose verlieren kann. Merkwürdig bleibt dies „Geschäft" immerhin und nur aus dem Gesichtspunkt verständlich, dass der Börsemann stets bereit ist, als Käufer und Verkäufer aufzutreten.[1])

7. Das sogenannte Zweiprämiengeschäft bietet gar nichts Besonderes: es ist eine Handelsoperation, indem A bei B gegen Prämie kauft, an C gegen Prämie verkauft, und je nach der Conjunctur wird eines oder werden beide Rechte abandonniert, eine Person schließt zwei Prämiengeschäfte; diese Geschäfte gehören in die Classe der Meliorationsoperationen, d. h. derjenigen Geschäfte, welche dazu dienen sollen, erlittene Verluste auszugleichen; der Unterschied gegenüber dem zweischneidigen Prämiengeschäft besteht darin, dass bei diesem drei Persönlichkeiten agieren, gegenüber dem Stellagegeschäft, dass bei diesem zwei Personen sind und außerdem kein Rücktrittsrecht besteht.

Während bei den bisher betrachteten Geschäften Abschluss oder Nichtabschluss, die Quantität, ungewiss war, ist 8. beim Wandelgeschäft der Zeitpunkt der Erfüllung in das Wahlrecht des einen Contrahenten gestellt; A kauft einen Schluss Effecten etwas über den Börsepreis auf ultimo Juli („fix und täglich", wie es in Berlin heißt, *„plutôt à volonté"* wie in Paris) und erwirbt sich damit das Recht, wann es ihm passt unter gewissen Bedingungen zu sagen: heute will ich beziehen. Dies Geschäft entspricht so recht dem französischen Charakter, bei uns ist es noch nicht eingebürgert? Ein Abandonnieren gibt es natürlich nicht oder höchstens insoferne, als man bis zum letzten Tage wartet, was man aber eigentlich nicht als abandonnieren bezeichnen kann. Für den Gegencontrahenten ist das Geschäft keineswegs vortheilhaft, da er dem Gutdünken des

---

[1]) Die Heimat dieses Geschäftes ist in Amsterdam zu suchen.

Käufers ausgesetzt ist, weshalb er eine entsprechende Steigerung des Kaufpreises vornehmen muss. Dieses Recht steht gewöhnlich nur dem Käufer zu. Es kann den sehr reellen Grund haben, dass jemand den Eingang von Geldsummen an einem *dies certus an incertus quando* erwartet, kann aber auch leicht verwendet werden, um Preisbewegungen zu erzeugen.

Nicht zu verwechseln mit den Wandelgeschäften sind die Geschäfte, welche durch die Clausel des Commissionärs: wir kauften für Sie 25 Stück um x fl., „entgegenkommend bis 15 c." bezeichnet werden, wo die Papiere längstens bis zu einem bestimmten Zeitpunkte zu beziehen sind. Da ist ein Vortheil in der Belastung, welche erst später beginnt, ein Vortheil, welcher sich gewöhnlich anderweitig ausgleicht.

Eine der nächsten Fragen muss wohl sein: sind Käufer und Verkäufer nicht in einer ganz ungleichen Position? Der eine hat Rechte, der andere Pflichten, der eine muss mit den Papieren auf Verlangen — *coûte qui coûte* — da sein, der andere bezieht oder abandonniert, mehr als eine begrenzte Summe kann er nicht verlieren. Die Prämie muss eben so bemessen sein, dass sie in der Mehrzahl der Fälle den Prämienzieher nicht ungünstiger stellt; der Prämienberechnung liegt eine Art „Mortalitätstabelle" der Prämiengeschäfte zugrunde, gerade so wie eine Assecuranzgesellschaft hie und da einmal verliert, aber im Durchschnitt der Fälle gut ihr Auskommen findet; für den Käufer liegt die Möglichkeit vor, die Gefahr nach der entgegengesetzten Richtung hin abgeschwächt zu haben; man riskiert eine bestimmte Summe, bezüglich derer man sich klar sein muss, ob man sie bei seinen Verhältnissen verlieren kann oder nicht; andererseits wird ein möglicher Gewinn von vorneherein geschwächt.

Die Geschäfte dienen aber auch in ganz eminenter Weise zur Erleichterung des Verkehrs; z. B. es circulieren Gerüchte über kriegerische Unternehmungen, da kann es sehr gerathen sein, gewisse Papiere gegen Prämie zu verkaufen; bricht dann der Krieg aus, sind die Papiere zu relativ glänzenden Preisen angebracht, im entgegengesetzten Falle aber ist nicht viel verloren, es tritt entschieden eine Minderung der Speculationsgefahr ein. Jemand, der mit Prämien arbeitet, ist ein vorsichtiger Speculant, und der Einwand, die so verringerten

Verluste sind auch noch genug empfindlich und könnten vermieden werden, zumal viele Personen bei unbegrenzter Verlustgefahr sich gar nicht an Transactionen betheiligen würden, ist psychologisch kaum richtig. Wer spielen will, spielt unter allen Umständen, ist aber ganz froh, wenn er im Prämiengeschäft ein Mittel findet, sein Risico zu begrenzen, sonst würde er eben einfach mit unbegrenztem Risico arbeiten. Fälle, in denen erwiesenermaßen durch Prämiengeschäfte Existenzen vernichtet wurden, sind nur wenige bekannt und bei einigen besonders crassen waren es die Commissionäre, welche zu ihrem Vortheil Committenten, welche nicht das Verständnis hatten für die Tragweite der Operationen, ausbeuten wollten, ein Vergehen, welches gewiss tadelnswert, vielleicht strafgerichtlich zu ahnden ist[1]), aber keinen Schatten auf die Geschäfte an sich wirft.

In der D. B. E. wurde namentlich das Stellagegeschäft heftig angegriffen; die schon oben gemachte Bemerkung, es sei nicht recht klar, wie man zugleich im Kauf- und Verkaufsgeschäft sich sichern könne, hat manche zu der Ansicht verleitet, es seien dies Speculationen wildester Art. Doch können die Geschäfte von ganz eminentem Nutzen sein, namentlich wenn sie mit einfachen Prämiengeschäften oder mit Zeitkäufen combiniert werden. Dies wird sehr scharf von Thöl und Bender betont und ausgeführt, und ein Praktiker, Wachtel, hat in recht netter Weise die einzelnen Manipulationen dargestellt; z. B. der Commissionär erhält den Commissionsauftrag, 50 Stück X-Actien à 360 zu kaufen — Prämie 5 fl.; der Commissionär kauft 25 Stück fix à 360 und lässt sich 25 Stück stellen mit 350/370 — muss der Committent nach dem Coursstande abandonnieren, dann verkauft der Commissionär 25 Stück aus der Stellage, und zwar die Stücke, welche er fest mit 360 gekauft hat — erleidet demnach einen Verlust von 250 fl., welche Summe er als Prämie vom Committenten erhält; wenn der Committent das Geschäft abschließt, übernimmt der Commissionär die 25 Stück à 360 und dann 25 Stück à 370 aus der Stellage — verliert also, da er um 360 liefern muss,

[1]) Z. B. der berüchtigte Fall, wo ein Commissionär in Wien Stellagen auf Depositenbank-Actien abschloss (welche Papiere einen sehr stabilen Cours haben) und einen kleinen Mann um seinen Sparpfennig brachte.

250 fl., welche er als Prämie erhalten hat. Provision, Courtage, Stempelspesen sind natürlich auch hier wie in anderen Fällen nicht mitgerechnet.

Von ganz besonderer Wichtigkeit nun können die Stellagegeschäfte sein, um sich den Cours ausländischer Valuta zu sichern, und wurden in dieser Hinsicht von der D. B. E. die Geschäfte nahezu mit Einmüthigkeit für nützliche erklärt. Nachtheile können darin erblickt werden, dass am Kündigungstage Umsätze nothwendig werden können, von deren Größe sich niemand im voraus einen Begriff machen kann und infolgedessen große Schwankungen möglich sind; dann beim Noch-(Muss-)geschäft und beim Schluss „fest und offen“ sind absolut keine Anhaltspunkte dafür gegeben, wie groß eigentlich Nachfrage und Angebot sein werden.

Nach Wiener Börseusance wird als Fälligkeitstag entweder ein bestimmter Tag angenommen, oder derselbe ergibt sich durch Berechnung aus den Bestimmungen „8 Tage“, „2 Wochen“, „1 Monat“ nach dem Abschlusstage in der Weise, dass die bestimmte Frist von dem auf den Abschlusstag nächstfolgenden Tag an gerechnet wird. Wird ein Prämiengeschäft an einem Sonn- oder Feiertag oder an einem Nichtbörsetag (Charfreitag, jüdisches Versöhnungsfest) fällig, so ist die Entscheidung am nächsten Tage zu treffen. In Wien muss sie am Fälligkeitstag bis längstens $^1/_2$1 Uhr beim ersten Glockenzeichen gegeben werden, sonst gilt die Prämie als verfallen; nur wenn die Course so unzweifelhaft sind, dass die Erklärung von selbst sich ergibt, darf sie unterlassen werden, und der Prämienzieher, beziehungsweise Stellageverkäufer hat solche als stillschweigend erfolgt anzusehen. Ist er im Zweifel, hat er hievon sogleich dem Bureau der Börsekammer Anzeige zu machen. Ebenso hat, wenn der Prämienzahler seinen Contrahenten nicht trifft, dieser das anzuzeigen oder kann seine Erklärung zu Protokoll geben. Bei Stellagegeschäften, soferne es sich um eine gerade Anzahl von Schlüssen handelt, wird, wenn nicht der Coursstand ein zwingender ist, angenommen, dass der Käufer eine Hälfte nehmen, die andere geben wolle.[1]) Dem Bureau der Börsekammer ist sofort Anzeige zu erstatten, ebenso wenn

---

[1]) Damit ist die von Böhmer, Arch. für civ. Prax., 9. Bd., S. 417, angeregte Streitfrage positiv gelöst.

diese Combination nicht möglich ist; bei einem einfachen Schlusse hat der nicht säumige Contrahent das Recht zu wählen, ob er geben oder nehmen wolle.

In eine böse Situation kann der Prämiennehmer gerathen, wenn der Zahler augenscheinlich gegen jede Raison sich für Erfüllung entscheidet. Es herrscht starke Baisse in einem Papiere, es gilt als selbstverständlich, dass der Prämienzahler abandonnieren werde; dieser weiß aber, dass es sich um ein Manöver handelt, und wählt beim Vorprämiengeschäfte die Erfüllung, die in der entgegengesetzten Richtung liegt, er kauft z. B. enorm theuer, weil er weiß, es werde nach einigen Tagen sich eine üppige Hausse entfalten und er sehr viel dabei verdienen. Solche Möglichkeiten sind überhaupt bei allen Börsegeschäften[1]) ein wunder Punkt. —

Unwillkürlich drängt sich die Frage auf, seit wann gibt es Prämiengeschäfte? Leser weist nach, dass diese Geschäfte uns ziemlich gleichzeitig (Ende des 17. Jahrhunderts) in Amsterdam und London begegnen. Nach den Berichten eines Schriftstellers, Don Joseph de la Vega, welcher 1688 ein Buch erscheinen ließ, gab es damals Geschäfte, welche zweifellos mit unseren „Prämiengeschäften" sehr verwandt sind.[2]) Doch schon 1687 ist nach Laspeyres[3]) in einem Buche von Optionen die Rede. Erwägt man, dass uns ein englischer vorzüglicher Volkswirt, John Houghton, im Jahre 1694 schon ausführlich den Prämienhandel schildert, so muss man annehmen, dass sich die Prämiengeschäfte in der zweiten Hälfte des 17. Jahrhunderts entwickelt haben, da es doch gewiss einiger Zeit bedurfte, ehe sie einer literarischen Behandlung würdig befunden wurden. Sie dürften sich wohl zuerst bei den Effectengeschäften ent-

---

[1]) Van Gülpen in seinen ausgezeichneten Darstellungen sucht zu beweisen, dass die viel größere Gefahr bei allen Börseoperationen nicht im sogenannten Differenzspiel liegt, sondern in dem Verlangen nach wirklicher Lieferung; Dieser so scharf formulierte Satz hat sein eigentliches Anwendungsgebiet an der Warenbörse, also bei Consumgütern.

[2]) „Gib Optionen und du wirst die Grenze des Verlustes kennen, während der Gewinn über die Vorstellung hinausgehen kann, und der Überschuss größer sein als die Hoffnung war", berichtet uns dieser Autor.

[3]) Geschichte der volkswirtschaftlichen Anschauungen der Niederlande, S. 271.

wickelt haben, wie auch Leser durchschimmern lässt[1]), da sie doch bei diesen zuerst jene Anlehnung an jenen speculativen Zeithandel gefunden haben, welche die Prämiengeschäfte auszeichnet. Der Warenhandel ist nach den uns vorliegenden Berichten erst im 18. Jahrhundert in jener Form betrieben worden, welche man als „rein speculativ“ bezeichnet. In Deutschland ist erst in den 20er Jahren unseres Jahrhunderts mit der Ausbreitung des Effectengeschäftes ein Nährboden für die Prämiengeschäfte gegeben, und Bender ist meines Wissens der erste, welcher sich mit diesen Geschäften eingehend befasst (in gewissem Sinne auch schon Nebenius, namentlich spricht dieser von Stellgeschäften).

Was die juristische Structur der Geschäfte anbelangt, so wurden von der Doctrin verschiedene Lehren aufgestellt. Diejenigen, welche der Ansicht sind, der ökonomische Charakter der Prämiengeschäfte sei derselbe wie der der Versicherungsgeschäfte, werden naturgemäß auch auf dieser Basis das Geschäft zu erklären suchen. Wenn man etwas schärfer zusieht, wird man finden, dass die Prämiengeschäfte keineswegs mit den Assecuranzverträgen auf eine Linie zu stellen sind. Die Versicherungsverträge bezwecken die entgeltliche Übernahme eines Schadens durch den Versicherer.[2]) Man zahlt bei der Feuerversicherung jährlich einen bestimmten Betrag, die Prämie, und wenn das Brandunglück eintritt, vergütet der Assecurateur den Schaden. Das Prämiengeschäft in der Gestalt des einfachen Prämiengeschäftes gewährt den Vortheil, dass man weiß, der Verlust kann nicht größer sein als eine bestimmte Summe. Prämie und Maximalschaden fallen also zusammen. Aber ich darf doch nicht den ideellen Verlust, den ich nämlich bei einem Lieferungsgeschäft erleiden würde, in Betracht ziehen und in juristische Beziehung zur Prämie bringen. Bei der Feuerversicherung bricht das Feuer aus, verzehrt mir meine Bibliothek und ich erhalte 1000 fl. von der Assecuranz, wofür ich 3 fl. jährlich zahlen musste. Dieser Schaden

[1]) S. 230. Leider kann auf die Geschichte der Prämiengeschäfte hier nicht näher eingegangen werden.

[2]) Vgl. Gerber, Deutsches Privatrecht, § 202.

wird mir also vergütet; freilich muss ich mir hievon die Summe abziehen, welche durch vielleicht 30jährige Prämienzahlung geopfert wird. Diese Prämiensumme muss ich beim Prämiengeschäft stets abziehen, wenn es zu einem Geschäfte kommt. Die Analogie wäre nur herzustellen, wenn ich sage: die Prämie zahle ich stets, in einem Falle ist mein Schaden gleich der Prämie, im anderen Falle erhalte ich eine Summe abzüglich der Prämie; der erste Fall ist beim Brandschadenvertrag der glückliche, beim Prämiengeschäfte der unglückliche; im zweiten Fall ist es ähnlich, was beim Brandschadenversicherungsvertrag das Unglück ist, ist beim Börsegeschäft das Glück (das Erwünschte). Niemand geringerer als Thöl hat seinerzeit die Ansicht vertreten, das Prämiengeschäft sei ein Versicherungsvertrag. Die Praktiker huldigen beinahe alle dieser Ansicht.[1])

Die Prämiengeschäfte sind keine Versicherungsgeschäfte, sondern Sicherungsgeschäfte.[2]) Dieser Ausdruck ist farblos. Ja man kann, ohne damit Wortdeutelei zu treiben, ihn objectiv oder subjectiv fassen, entweder sie sichern jemanden vor einer Beeinträchtigung seiner Vermögensrechtssphäre (nur diese kommt hier in Betracht), oder sie sichern ihm ein Recht auf Erweiterung dieser Sphäre. Beide Ideen sind zu juristischen Constructionen verwertet worden.

Der feine Geist eines Roscher blinkt in der Bezeichnung „Geschäfte mit beschränktem Risico“ durch; er ist also der Anschauung, dass ich meine Vermögenssphäre vor einer ungemessenen Gefahr schützen will. „Sichern“ ist viel mehr als „versichern“, wenn man sich vor Feuersgefahr sichern will, versichert man sich nicht blos, sondern kauft Feuerspritzen und ähnliches.

Die Auffassung Brinkmanns[3]), die Prämiengeschäfte seien Wetten, ist schon von Ladenburg[4]) widerlegt, da kein fester Einsatz gegeben ist, namentlich, wenn erfüllt und dabei ver-

---

[1]) Rubrom sagt, die Prämie ist ein im voraus bestimmter Schaden; Havas, S. 51, spricht von „Börsespeculationen mit Assecuranz“. Nicht irre darf es machen, wenn man die Parteien beim Prämiengeschäfte Assecurat und Assecurant nennt.

[2]) „Sie dienen als Segel, um bei gutem Wetter glücklich, und als Anker, um bei Stürmen sicher zu fahren.“ Vega bei Leser, S. 211.

[3]) Lehrbuch des Handelsrechtes, S. 363.

[4]) Goldschmidts Zeitschrift, Bd. 3, S. 427 ff.

loren wird, ist in der Prämie ja nur ein Subtrahend von einem vorher unbestimmten Minuend gegeben, und gar beim Stellgeschäft mangelt jede Behauptung, denn beide Parteien operieren *à la hausse* und *à la baisse.*

Die Auffassung als „Spiel“ ist unhaltbar, denn es mangelt die Thätigkeit und ist der Gewinn ja unbegrenzt. Die Definition als *emtio spei* ist besser, indem man sagen könnte, es wird gegen Prämie ein Recht erworben, welches sehr wertvoll sein oder aber eine „ganz vereitelte Erwartung“ mit sich bringen kann. Aber man kann ja stets auch gegen augenscheinliche Raison einen Vertrag schließen!

Andere sehen in der Prämie ein Reugeld, eine *arrha poenitentialis.* Diese wird bei ausdrücklich vorbehaltenem Rücktrittsrechte gegeben oder für einen solchen Fall versprochen; sie ist ein Mittel zur „Sicherung“ im objectiven Sinne; in unserem Fall müsste sie, wenn gegeben, verfallen, wenn versprochen, entrichtet werden, soferne es nicht zur Erfüllung des Geschäftes kommt. Doch scheitert die Construction daran, dass bei Vereitelung der Erfüllung durch Zufall der Verfall des Reugeldes nicht stattfindet (§ 911 a. b. G. B.) und eine Coursbewegung, welche zum Abandonnieren führt, doch mehr minder ein Zufall ist. Das Reugeld wird gewährt für die Ausübung des Rücktrittes, die Prämie für die Erwerbung des Vertragsrechtes. Dann wird die Prämie ja auch im Falle des Nichtrücktrittes gezahlt! Sommaruga fasst die Prämie als Reugeld auf, und auch später begegnet, namentlich im nationalökonomischen Betrachtungen diese Auffassung sehr häufig. Gönner sagte schon ganz entschieden: die Prämie ist keine *arrha*, denkt aber dabei wohl an die *arrha confirmatoria.* Die Erklärung als *arrha confirmatoria* (also um sich ein Geschäft zu sichern) krankt schon daran, dass die Prämie selten im voraus gezahlt wird, während der Satz gilt: *„arrha datur non promittitur“*. Ladenburg sieht gleichfalls in der Prämie ein Reugeld und polemisiert gegen die Auffassung als Conventionalstrafe. Diese ist auch ein Sicherungsmittel (denn das sind alle „Bestärkungsmittel“). [1])

Unter einer Conventionalstrafe versteht man denjenigen

---

[2]) Vgl. Madeyski, Not. Z. 1879, G. Z. 1880; Thöl, H. R. § 93.

bestimmten Geldbetrag, der von vorneherein ausgemacht wird für den Fall der Nichterfüllung oder nicht gehörigen Erfüllung eines Vertrages; doch auch diese verfällt nur, wenn ein Schaden nicht durch Zufall entstanden ist, auch mit der Conventionalstrafe kommt man also nicht aus. [1])

Grünhut und Goldschmidt erklären die Prämiengeschäfte für „abgeschlossene“ Geschäfte; Grünhut [2]) bezeichnet das einfache Prämiengeschäft als einen von einer resolutiven Potestativbedingung abhängig gemachten Kaufvertrag verbunden mit einem Prämienvertrag, welcher als *pactum adjectum* das Wahlrecht gegen Prämie zum Gegenstand und Inhalt hat, wobei der Prämienvertrag mit dem Kaufvertrag steht und fällt. Dagegen sei die Einwendung gestattet, dass man die Bedingung doch nicht als Potestativbedingung bezeichnen sollte, wenn auch theoretisch der Prämienzahler stets das Wahlrecht hat, sich für die Erfüllung zu entscheiden oder nicht *(si displicuisset, inemta sit)* — vielmehr scheint mir mehr eine casuelle Bedingung vorzuliegen oder wenigstens eine *condicio mixta,* indem man trotz widriger Course die Erfüllung herbeiführen kann. Im Stellagegeschäfte sieht Grünhut neben einem Prämienvertrag eine alternative Offerte des Verkäufers der Stellage, oder eine alternative Combination je zweier von einer Suspensiv- oder Resolutivbedingung desselben Inhalts abhängig gemachter Kauf- und Verkaufsverträge, und zwar so, dass dem Steller zwischen den beiden Alternativen das — von dem Wahlrecht des Prämiengebers zu unterscheidende — Wahlrecht zusteht. Das zweischneidige Prämiengeschäft sieht derselbe Autor als ein schon abgeschlossenes Geschäft an, bei welchem Rücktrittsrecht besteht: es ist ein Kauf, der von zwei Resolutivbedingungen abhängig gemacht ist, und ein Verkauf, welcher von einer Suspensivbedingung abhängig gemacht wird, welche im Gegensatze zu der Resolutivbedingung steht. Beim Nochgeschäft liegt ein unbedingter Verkauf vor mit einem *pactum adjectum,* dass der eine Theil sich gegen

---

[1]) Treffend Bielschowsky, S. 31: Die Conventionalstrafe ist eine Strafe für die vertragswidrige Nichterfüllung, die Prämie ist der Preis für die vertragsmäßige Nichterfüllung.

[2]) Bei Endemann, III, S. 6 ff.

Prämie verpflichtet, neben den unbedingt ge- oder verkauften Papieren als Offerent z. B. auf eine weitere Quantität des Kaufobjectes durch eine bestimmte Zeit im Worte zu bleiben. Beim Schluss „fest und offen“ liegt rücksichtlich eines Theiles des Kaufobjectes ein von einer resolutiven Potestativbedingung abhängig gemachter Kaufvertrag vor. Das Wandelgeschäft ist ein unbedingter Kaufvertrag mit einem *pactum adjectum*, durch das gegen Prämie die Erfüllungszeit zu einem *dies certus an, incertus quando* gemacht wird. Soweit Grünhut.

Aus den vorstehenden Ausführungen geht hervor, dass die Theorie der bedingten Geschäfte sich nicht rein durchführen lässt, sondern einerseits eine Zerlegung in 2 *pacta* nöthig ist, andererseits die Theorie der Offerten zu Hilfe genommen werden muss.

Noch viel weiter geht Goldschmidt, welcher die perfecten Geschäfte einfach gegen Prämie stornieren oder modificieren lässt. Gareis hat sich um die Construction dieser Geschäfte große Verdienste erworben, indem er zuerst scharf den Satz ausspricht: „Der Inhalt des Vertrages wird aufgelöst in die Signatur: Wahlrecht gegen Prämie“, also in dem gegen Prämie zustehenden, verschieden gearteten Wahlrecht erkennt er das Charakteristische. Windscheid (§ 387) spricht von einem Probekauf, wobei der Käufer für das eingeräumte Wahlrecht eine Vergütung zahlt. Bielschowsky unterscheidet einen „Haupt-“ und einen „Prämienvertrag“, kommt aber damit nicht durch, muss daher einerseits die Lehre von den bedingten Geschäften, andererseits (beim Stellagegeschäfte und beim zweischneidigen Prämiengeschäft) mit einem *pactum de contrahendo* operieren; den Prämienvertrag fasst er „als eine Vergütung für das durch die besondere Beschaffenheit des Hauptvertrages eingeräumte außerordentliche Recht, welches natürlich bei den verschiedenen Prämiengeschäften verschieden geartet ist“, auf.

Nahe der Wahrheit ist Weishut, der in dem Prämiengeschäft keinen Kaufvertrag sieht, sondern diesen eventuell erst mit der Abgabe der Prämienerklärung auf Grund der vorhergehenden Verabredung abschließen lässt. Ganz richtig wird von ihm die Definition von Gerstmann und Stern herangezogen, welche lautet: „Das Prämiengeschäft ist ein Vertrag, inhaltlich dessen ein Contrahent gegen bestimmtes Entgelt er-

klärt, dass er dem anderen Contrahenten gegenüber an eine unter einem gestellten Kauf- (Verkauf-) Offerte eine bestimmte Zeit gebunden sein wolle."

Die Frage ist eine eminent wichtige, nicht für das hier behandelte Thema allein, sondern für die ganze Vertragslehre, und unter diesem Gesichtspunkte behandelt Karl Adler in Iherings Dogmat. Jahrbüchern, Bd. 31 unter dem Titel „Realcontract und Vorvertrag" implicite diese Lehre.[1]) Adler fragt ganz richtig, was will der Börsemann, welcher ein Börsegeschäft abschließt? Ich antworte: Geld verdienen! Doch ist gerade bei den Börsegeschäften immer ein gewisses Risico vorhanden, und dieses will er von vorneherein begrenzen. Geld verdienen und wenig riskieren! ist die Devise des Prämienziehers. Was thut nun der Börsemann, der so vorsichtig denkt? Er wird nur einen Vertrag schließen, der so genau abgefasst ist, dass er durch ein Wort „Geschäftsvertrag" (Unger) werden kann. Dieses Wort ist am Erklärungstage zu sprechen oder wird präsumiert.[2])

Adler definiert die Prämiengeschäfte auf Geben, respective auf Nehmen als *pactum de vendendo*, respective *de emendo*, als einen einseitig[3]) bindenden Vorvertrag zu einem Zwei-

[1]) Adler theilt die gesammten Verträge in „Ein-" und „Zweileistungsverträge" ein, welche Eintheilung sich mit der des § 861 a. b. G. ganz gut vereinbaren lässt. Den Vorvertrag definiert er als einen „Vertrag des Inhalts, dass die Parteien sich verbinden, künftig einen bestimmten Schuldvertrag schließen zu wollen". Unter einer „Offerte" versteht er ein Rechtsverhältnis, bei welchem die eine Partei, der Offerent, sich ein *vinculum juris* auferlegt. Kann es bei jedem Vertrag einen Vorvertrag geben? § 936, welcher den Vorvertrag *ex professo* regelt, zieht keine Schranken; in den §§ 957, 971, 983 werden die Vorverträge ganz genau aufgezählt im Gegensatze zu dem „Geschäftsvertrag", welcher Geschäftsvertrag allerdings in den eben cit. Paragraphen regelmäßig ein „Realcontract" ist. Es ist aber bei der allgemeinen Fassung des § 936 gar nicht abzusehen, warum nicht auch bei einem Consensualvertrage ein solcher Vorvertrag möglich sein sollte, wobei freilich oft die Grenze gegenüber den Vorbesprechungen, Unterhandlungen schwer zu finden ist. Nur Holzschuher leugnet es direct, dass bei Consensualverträgen *pacta de contrahendo* möglich seien.

[2]) Die Praktiker drücken sich freilich so aus, dass es schwer wird zu entscheiden, ob sie der Ansicht sind, es liege ein Geschäft vor oder ein Vorvertrag (so sagt Kopetzky in der B. E.: „Es entsteht bei der Fälligkeit entweder ein Lieferungsgeschäft, oder das Geschäft wird durch Zahlung einer Prämie aufgehoben.")

[3]) Schon Bresson spricht von einem bedingten Kaufgeschäft, das den Verkäufer bindet, ohne den Käufer zu binden.

leistungsvertrag. Das Noch-, Muss- und das Geschäft „auf fest und offen“ sind glatte Geschäfte auf eine Partie und *pacta de emendo vel vendendo* auf die Noch-, respective offenen Stücke.

Das Stellagegeschäft ist nach Adler ein zweiseitig bindender Vorvertrag zu zwei zur Wahl gestellten Ausführungsverträgen (diese Ausführungsverträge Adlers sind die Geschäftsverträge Ungers). Dieser Ausführungsvertrag soll dann ein Zweileistungsvertrag: *emtio venditio* sein. Das zweischneidige Prämiengeschäft ist ein einseitig bindender Vorvertrag zu zwei zur Wahl gestellten Zweileistungsverträgen. Die doppelten Prämienschäfte sind die Vereinigung eines *pactum de emendo* und eines *de vendendo* in einer Person als Berechtigten gegen zwei als Verpflichtete; das Wandelgeschäft ist schließlich überhaupt kein „Prämiengeschäft“ mehr, sondern ein Lieferungsgeschäft, bei welchem durch den *dies an, incertus quando* das Risico begrenzt wird, und diese Begrenzung des Risicos ist allen eben besprochenen Geschäften eigenthümlich. Man könnte nach Adler alle Prämiengeschäfte als Vorverträge bezeichnen, in welchen alles genau für den Abschluss bestimmt ist. — Nun sind Börsemänner Kaufleute, thun also selbstverständlich nichts umsonst (Art. 290); deshalb muss für die Einlassung in einen Vorvertrag gezahlt werden. Diese Zahlung ist die Prämie. Durch die Prämie erwerbe ich mir das Recht auf ein Geschäft, ein unter Umständen sehr wertvolles Recht. Der Vorvertrag ist ein Rechtsgebilde, welches der vorsichtigen Klugheit entsprungen ist. Man sichert sich ein Recht, welches aussichtsvoll erscheint. Nur so darf construiert werden; es ist unkaufmännisch, Erklärungen zu suchen, welche schon geschlossene Geschäfte rückgängig machen wollen. Der Kaufmann sucht oft die Bindung möglichst hinauszuschieben, aber wenn er einmal abgeschlossen hat, gibt es kein zurück. Die Bedingung des Handelsrechtes ist im Zweifel eine aufschiebende (arg. Art. 339), keine auflösende. Wenn ein Geschäft missglückt, muss der Kaufmann durch neue Geschäfte diesen Verlust wettzumachen suchen.

Die Adler'sche Theorie (ebenso wie die von Gerstmann und Stern) erkennt richtig, dass ein Contrahent sich gegen Entgelt verpflichtet, nach einer gewissen Zeit, sofern der andere es will, einen bestimmten Kauf, respective Verkauf schließen

zu wollen. Nur diese Theorien würdigen das schon bestehende Rechtsverhältnis entsprechend und vermeiden es, den ganz und gar ungewissen künftigen Vertrag bereits hereinzuziehen.

Dass niemand umsonst sich ein solches *vinculum juris* aufhalsen wird, ist einleuchtend, und die Prämie wird eben für die Einräumung des Rechtes auf einen Vertrag gezahlt.

Verfehlt scheint es mir, von einem „Wahlrecht“ zu sprechen. Wählen kann man nur zwischen Dingen, auch Rechten, welche zur Wahl gestellt sind; aber ich habe nur ein Recht, nämlich einen Vertrag zu schließen; denn zu sagen, ich kann abandonnieren oder einen Vertrag schließen, stellt eine Wahl hin zwischen zwei Dingen, zwischen welchen zu wählen wertlos ist; denn das Abandonnieren ruft keine Veränderung hervor. So weit aufgefasst bestünde ja bei allen menschlichen Handlungen ein Wahlrecht! Etwas, was ich schon verloren habe, kann ich doch nicht mehr durch Wahl verlieren; wenn ich zwischen Bier und Wein gewählt habe, und ein Glas Bier gekauft habe, kann man doch nicht mehr von einer Wahl reden, die ökonomisch bedeutungsvoll ist; ob ich es trinke oder nicht. Dass die Verwendung des erworbenen Rechtes im Abschlusse eines Vertrages mit dem „Verkäufer“ des Rechtes besteht, stört wohl im ersten Momente, ist aber juristisch vollständig möglich.[1])

Das Recht auf eventuellen Abschluss eines Vertrages ist zugleich eventuelle Pflicht des anderen; dieser liefert also um Entgelt eine Verpflichtung; er legt sich eine Verpflichtung auf. Adler nennt nun ein Rechtsverhältnis, bei welchem die eine Partei sich erbietet, zu Gunsten der anderen ein *vinculum juris* sich aufzuerlegen, ganz richtig eine Offerte; ebenso richtig nennt er den Vertrag, dass die Parteien sich verbinden, künftig einen bestimmten Schuldvertrag schließen zu wollen, einen Vorvertrag. Ist das Prämiengeschäft eine Offerte oder ein Vorvertrag? Ich entscheide mich für die Auffassung als Offerte, welche auch Gerstmann und Stern vertreten; denn ein Vorvertrag soll doch wohl beiden Vertragschließenden in-

---

[1]) Man denke an die Stammsitzanweisungen der Theater; ich erwerbe durch diese entgeltlich das Recht, später mir eine Karte zu kaufen, also ein neues Rechtsgeschäft auf Grund des alten mit demselben Contrahenten einzugehen.

tensiv gleiche Rechte und Pflichten auferlegen, während dies bei der Offerte nicht ist. Da will eine Partei gebunden sein und räumt der anderen Rechte ein. Das Gebundensein wird freilich durch die Prämie bezahlt, aber der Abschluss des künftigen Vertrags kann für den Verpflichteten unangenehm werden, da doch die *clausula rebus sic stantibus* im Börseverkehr naturgemäß nicht gilt! Ich definiere daher das sogenannte Prämiengeschäft als einen Vertrag, durch welchen der eine Contrahent sich gegen Entgelt verbindlich macht, durch eine bestimmte Zeit die Verpflichtung zu übernehmen, mit dem anderen Contrahenten ein Geschäft gewisser Art, dessen Elemente bestimmt sind, auf seinen Wunsch abzuschließen. Es ist ein Innominalcontract nach dem Muster: *„do, ut facias“* : ich gebe 100, damit mein Gegencontrahent sich ein *vinculum juris* auferlegt (mir eine Offerte macht). Am Stichtage werden dann eventuell reguläre Lieferungsgeschäfte geschlossen. Diese Definition trifft die einfachen Prämien-, Dont-, „Noch-“, „Muss-“ und „Fest und Offen“-Geschäfte und selbstverständlich die doppelten Prämiengeschäfte. Die zweischneidigen Prämiengeschäfte fasse ich als eine alternative Combination zweier Offerten auf.

Versagen muss meine Construction beim Stellagegeschäfte. Dieses bringt eine Bindung beider Parteien mit sich, und Offerten binden nie Offerenten und Oblaten; dies können nur Verträge. Beim Stellagegeschäft erwirbt man ein Recht auf zwei Verträge, aber hat auch die Pflicht, einen solchen zu schließen. Ein perfectes Geschäft kann man nicht annehmen, denn die Rollen der Parteien sind nicht geschieden, und wenn die Parteienrollen nicht bestimmt sind, kann man nicht sagen, es liege ein Kauf vor. Hier schließt man einen Vorvertrag; es verbinden sich beide Theile, künftig einen bestimmten von zwei zur Wahl gestellten Verträgen zu schließen. Daher die oben (S. 181) gegebene Construction Adlers die zutreffende ist; die Geschäfte sind ihrer Natur nach unzweifelhaft „Prämiengeschäfte“, wenn auch die Prämie nie sichtbar, nämlich abgesondert zum Ausdruck kommt; denn ich beschränke mein Risico, sichere mich vor größeren Verlusten und sichere mir eventuellen Gewinn. Hier sind freilich die Rollen nicht ganz gleich vertheilt, denn derjenige, welcher das Wahlrecht hat, ist doch

entschieden im Vortheil gegenüber demjenigen, welcher stille halten muss. Es liegt eine Alternativ-Obligation vor. Die Wandelgeschäfte sind Verträge, bei welchen der Wahlberechtigte dem Verpflichteten für die Gewährung des *dies incertus quando* ein Entgelt zahlt. —

In Wien gibt es (§ 6 der Bedingungen) „Prämien-, Dont- und Stellagegeschäfte“, doch dann sagt der Paragraph: Für Prämien- und Stellagegeschäfte gilt Nachstehendes — werden also die Dontgeschäfte nicht besonders ausgeschieden, was auch ganz richtig ist; viel passender wäre es, die „Noch“-, respective „Mussgeschäfte“ auszuscheiden und die Überschrift „Prämien-, Noch- und Stellagegeschäfte“ zu wählen. Wandelgeschäfte gibt es officiell nicht; die Geschäfte des § 4e, die man allenfalls als solche auffassen könnte, sind schon besprochen. In Berlin spricht man (Schneider-Dahlheim) von „festen“, „Stellage“-, „Prämien“-, „Nochgeschäften“. Die 3 letzteren Arten bilden einen Gegensatz zu den „festen“ Geschäften, also zu den definitiv geschlossenen. Die Prämie wird als Reugeld aufgefasst. Die Frankfurter Börseusancen sagen (§ 16): Die Prämiengeschäfte pflegen in Form von entweder 1. Prämiengeld (Barprämien), 2. Reugeld, 3. Stellage, 4. fest und offen abgeschlossen zu werden. Als Reugeld wird unser „Dont“ bezeichnet. Die Usancen sehen die Dontgeschäfte, weil die Prämie nicht von vorneherein abgesondert erscheint, ganz anders an als die Vor- und Rückprämien, was eine ziemlich äußerliche Auffassung ist.

Sehr beliebt sind die Stellagen- und Doppelprämien in Hamburg und Triest, weil dort viel mit ausländischer Valuta gearbeitet wird, und zwar in Zusammenhang mit Speculationen auf die ankommenden Waren.

In Paris nimmt die Verbreitung der Prämiengeschäfte gerade in den letzten Jahren stark zu; man kennt Rückprämien, Vorprämien, Stellagen, Nochgeschäfte unter den Namen *marchés à prime*, *stellage*, *option*. Die Stellagen werden wie bei uns geschlossen, und zwar entweder so, dass der Cours gleichmäßig weit nach oben und nach unten absteht, regelmäßige, oder dass dieser Abstand unregelmäßig ist (schiefe Stellage, *stellage à moyenne déplacée*); daneben gibt es *doubles primes*, welche den Stellagen ähnlich sind. Die Prämien werden fix notiert, und zwar

(seltener) als *„grosse prime"* oder als gewöhnliche (magere) Prämie; in Frankreich sind hauptsächlich diejenigen Prämiengeschäfte verbreitet, welche dem Käufer Rechte gewähren, weniger solche, welche solche dem Verkäufer einräumen. In London spricht man von *put* (Prämie für Verkäufer), *call* (Prämie für den Käufer), *put and call* sind die Stellagen, *„call" or „put of more"* die Nochgeschäfte (auch *option*). In New-York gibt es *spreads*: zweischneidige Prämiengeschäfte und *straddles*: das sind unsere Stellagen. In Constantinopel werden die Prämiengeschäfte von heute auf morgen geschlossen; doch gibt es auch solche nach westeuropäischem Muster auf einen halben und einen ganzen Monat. In Madrid kann man Prämiengeschäfte auf Stunden schließen. Die Nochgeschäfte heißen dort *alza*, die Geschäfte mit „fest und offen" *baja* (vgl. Haupt, Newmark, J. d. E. 1884). In Italien gibt es *„premio di cui"*-Geschäfte (unsere Vorprämien), *premio per potere o no consegnare* (unsere Rückprämie), „Stellagen" und „Nochgeschäfte". —

Thöl erwähnt noch Geschäfte, welche heute kaum mehr vorkommen; nämlich Zahlung einer Prämie seitens der Verpflichteten für den gewählten Rücktritt, oder für den nicht gewählten Rücktritt, wobei in letzterem Falle gewöhnlich beide Theile Prämiengeber und Nehmer sind; mit Recht nennt Thöl den Fall, wo für den nicht gewählten Rücktritt eine Prämie gezahlt wird, eine Schenkung (vgl. Krainz-Pfaff, 2. Aufl., S. 278).[1]

Schiebungs- und andere Hilfsgeschäfte.

Bei jedem Verkehr kann es vorkommen, dass die Parteien, ehe die Erfüllungszeit herannaht, vereinbaren, diesen Zeitpunkt hinauszuschieben. Dies ist unter Privatleuten bei den Verträgen des täglichen Verkehrs möglich, ebenso unter Kaufleuten, und es befremdet daher nicht, wenn wir dies auch an der Börse sehen. Wenn A und B übereinkommen, dass die Erfüllung um eine Spanne Zeit hinausgeschoben werde, so nennt man dies eine Prolongation; diese kann umsonst geschehen (reine Prolongation) oder gegen Entgelt; namentlich bei Gegen-

[1]) Bezüglich der Bezugsrechte bei Prämiengeschäften vgl. § 10 der Bedingungen.

ständen, welche solchen Schwankungen unterliegen wie Börsewerte ist es begreiflich, wenn der Gegencontrahent nicht immer bereit ist, das Risico noch weiter zu tragen, ohne dafür eine Entschädigung zu erhalten. Diese Entschädigung ist entweder eine Pauschalsumme, kann aber auch per Stück berechnet werden. Es handelt sich in einem solchen Falle um die Hinausschiebung des ursprünglich vereinbarten Erfüllungstermines.

Ganz anders gestaltet sich aber das Verhältnis, wenn der eine Contrahent infolge der eingetretenen Preisveränderung unfähig ist, seinen Verpflichtungen zum vereinbarten Zeitpunkte nachzukommen, und der andere entweder nicht in der Lage ist oder keine Lust hat, in eine Prolongation einzuwilligen. Für diesen Fall gibt es verschiedene Mittel, aber nur unter der Mithilfe Dritter: entweder man leiht sich Geld auf Credit, auch gegen Pfand (Lombardgeschäft), oder aber man schließt ein ganz besonderes Geschäft, das man Reportgeschäft nennt. A hat von B per ultimo Juli 100 Stück X-Actien à 360 gekauft; am 24. Juli steht die X-Actie auf 353, A wäre stark im Verluste, er weiß aber, dass die Halbjahrs-Bilanzpublication bevorsteht, und erwartet sich von dieser eine günstige Coursbewegung; da findet sich der Capitalist Y, welcher die Actien zum Course 353 „an sich nimmt" (um mich eines möglichst farblosen Ausdruckes zu bedienen) und sich verpflichtet, dieselben dem A ultimo August zu 360 zurückzuliefern; Y zahlt für die Papiere an B 360 oder lässt dies durch A thun; wenn es fungible Papiere (also keine verlosbaren) sind, kann Y selbstverständlich auch andere Papiere, nicht dieselben Nummern zurückgeben. Setzen wir einen anderen Fall; A hat sich verpflichtet, dem B 100 Stück X-Actien zu 350 zu liefern, und zwar zu ultimo August; der Cours ist aber 360, der Verlust wäre ein großer; Y hat nun 100 Stück X-Actien und „gibt" sie dem A zum Course 360, wogegen dieser verpflichtet ist, sie zu 355 zurückzuliefern. Y zahlt den Kaufpreis von 350, A setzt die Differenz von 10 aus eigener Tasche zu und gibt das Geld dem B, oder es werden die Papiere von Y direct an B geliefert gegen Zahlung von Seiten dieses (die Spannungen sind hier unnatürlich hoch gegriffen).

Worin besteht der Gewinn des Dritten? Derselbe kann im ersten Falle entweder für das gegebene Geld Zinsen berechnen,

die natürlich etwas höher sein werden als der Bankzinsfuß, dann steckt der Profit darin; oder aber es wird ausgemacht, dass Y die sogenannten „Stückzinsen“ beziehen soll; namentlich ist dies der Fall, wenn die Bankrate niedrig ist (es wird z. B. ausgemacht, dass die Zinsen vom 1. bis ultimo August dem Y gehören, dieser mithin eine etwas höhere Verzinsung seines Geldes hat), oder aber es wird direct ein „Kost-“ oder „Leihgeld“ ausgemacht (wie man in Wien sagt), das heißt *report* oder *déport* gezahlt für das Geld, respective die Papiere, womit man den Unterschied zwischen den beiden Preisen bezeichnet, also eine Vergütung für das Geld, respective die Stücke, wobei die Stückzinsen auch noch dem Hereinnehmer gehören.

Die Parteien bei diesem Geschäfte heißen: Kostgeber, Hereingeber, Geldnehmer, das ist diejenige Person, welche die Operation fortsetzen will; der Gegencontrahent heißt „Kostnehmer“, „Hereinnehmer“, das Geschäft selbst heißt „Kostgeschäft“. Man spricht auch von Reporteur und von Reportiertem. Kostgeld ist eine Vergütung, welche der Kostgeber dem Kostnehmer leistet; Leihgeld wird umgekehrt vom Kostnehmer dem Kostgeber vergütet. An ausländischen Börsen herrscht ein anderer Sprachgebrauch. Die Franzosen sprechen von Report, von einem *reporté* und einem *reporteur*; *se faire reporter*, respective *reporter* ist die Bezeichnung für das Geschäft; in Frankreich wird zum Mittelcours reportiert um festes Geld (Stückzinsen werden ja dort nicht berechnet); gewöhnlich werden die Geschäfte franco Courtage geschlossen.

In England spricht man von *continuation*, *prolongation*, von *contango (report)*-, *backwardation (déport)*; die Operation bezeichnet man als *give on stock, take on stock;* man spricht auch von *carrying-over, borrowing-stock, lending-stock.* In London besteht ein ganz besonderer Tag für das Arrangement der Reportgeschäfte, *contango day*; die Schiebungen werden auf 14 Tage vorgenommen, und zwar stets zum *making-up price* (dem Liquidationscours).

In Holland kennt man Geschäfte, welche den Reportgeschäften ähnlich sind. Eine Person, unser Reporteur, gibt für die Effecten Geld; wenn es sich um eine Schiebung für einen Monat handelt *(„prolongatie“)*, ist das Verhältnis des

Geldes zu dem Courswerte der Effecten 100 : 110; bei einer Schiebung auf drei Monate, „*belecning*", 100 : 120. Es wird zu einem gewissen Zinssatze reportiert.

In Italien spricht man von *(contratto di) riporto* von einem *riportato* (Reportierten) und von einem *riportatore* oder *riportante (réporteur).* [1])

In New-York wird von Tag zu Tag geschoben gegen einen bestimmten Zinsfuß, so dass ein durch längere Zeit reportiertes Geschäft sehr theuer wird.

Der „Report" oder der „Deport" ist eine wichtige Erscheinung, man kann ihn das Analogon zum Zinsfuße nennen. [2]) Report, respective Deport ist der Unterschied der Preise bei einem Tagkauf und einem Zeitkauf. In den Börseberichten kommen sie oft nebeneinander vor: niedriger Zinsfuß, niedriger Report, hoher Zinsfuß, hoher Report. Beim Deport spielen übrigens ähnliche Factoren mit. Geld ist im Verhältnis zu den Engagements stets vorhanden, während bei den Papieren leichter Störungen entstehen können, da deren Menge begrenzt ist und die Papiere eben um jeden Preis beschafft werden müssen. Schon in den obigen Darlegungen ist angenommen, dass der Cours, zu welchem hereingenommen wird, gleich ist dem Course am Tage des Abschlusses des Schiebungsgeschäftes. Doch kann derselbe auch etwas niedriger sein, doch nur etwas; der Unterschied ist nie so groß wie beim Lombardgeschäft, wo ein Sicherheits-Coëfficient von 10, 20, ja 30% angenommen wird, z. B. eine Kronenrente beim Course 100 mit 75 fl. lombardiert wird. [3]) Gewöhnlich wird zum Liquidationscours reportiert, und wenn nicht, so ist die Differenz so gering, dass bei etwas größeren Coursschwankungen kein Sicherheitscoëfficient geboten ist.

Aus dem Bisherigen ergab sich, dass man zu einem Reportgeschäfte seine Zuflucht nimmt, wenn die eigenen Kräfte

---

[1]) Reportgeschäfte werden z. B. auch in Constantinopel geschlossen.

[2]) Vgl. die auf S. 65 dieser Schrift citierte Definition Roschers.

[3]) Ofner und Müller halten auch eine Übercourshereinnahme für möglich. Letzterer denkt an den Fall, dass ein notorisch reicher Mann, der momentan kein flüssiges Geld hat, sich mit einem kleinen Mann, der zufällig einige tausend Gulden hat, in ein Reportgeschäft einlässt, wobei kein rechtes Vertrauen zu dieser Person herrscht. Doch wird man solche Geschäfte nicht leicht finden! Daher dieser Fall mehr ein theoretisches Gebilde, denn aus dem Leben gegriffen ist.

versagen, und zwar darf nicht an Insolvenz gedacht werden, sondern eine momentane „Schwäche“ kann die Ursache sein, ja sehr häufig hält der eine Contrahent es für vortheilhaft, sein Geld, respective seine Papiere nicht anzurühren, sondern ein Creditgeschäft zu schließen. Die Schiebungsgeschäfte sind Hilfsgeschäfte, und zwar von sehr einschneidender Bedeutung. Man kann behaupten, dass sie das wichtigste Hilfsmittel für den modernen Börseverkehr bedeuten, denn Geld allein kann den Verkehr nicht aufrecht erhalten, sondern der Credit ist die Säule des Verkehrs, und die Geschäfte, welche den Credit zu heben, zu fördern und auszunützen suchen, sind die Creditgeschäfte, und ein solches ist auch das Schiebungsgeschäft, welches unter dem Namen „Reportgeschäft“ eine so wichtige Rolle spielt.

Das Thatsächliche beim Reportgeschäft wird recht gut von Müller[1]) dargestellt:

Ein zwischen zwei Personen abgeschlossener Vertrag, dem zufolge einerseits das Eigenthum an einem Quantum Börseware gegen Übereignung einer meistens äquivalenten Geldsumme von A an B übertragen und anderseits späterhin dasselbe Quantum gleicher Börseware von B an den anfänglichen Hingeber A zurückübereignet werden soll gegen Rückerstattung einer Geldsumme, die gleich hoch, höher oder niedriger sein kann als die beim ersten Leistungsaustausch hingegebene, ist ein Reportgeschäft.

Wir müssen festhalten: eine Person bekommt Effecten, die andere Geld; beide werden Eigenthümer. Nach einiger, von den Parteien zu fixierenden Zeit erhält der eine wieder dieselbe Quantität Papiere, der andere eine Geldsumme, welche der früher übergebenen nicht gleich sein muss, zurück. Wenn man das Geschäft juristisch erklären will, so muss man einerseits den Übergang von Geld und Effecten, andererseits den Rückübergang von Effecten und Geld erklären, und zwar kommen nur solche Rechtsgeschäfte in Betracht, welche bezwecken, den Übernehmer zum Eigenthümer zu machen, also die Übergabe *ad commodandum* oder *precario* würde nicht ge-

[1]) S. 3. Die Schrift von Müller ist überhaupt das beste, was über das Reportgeschäft geschrieben wurde, kommt aber zu theilweise unbefriedigenden Resultaten.

nügen. Solche Geschäfte sind nur: pfandgesichertes Darlehen, Kauf mit Rückkauf, Miete, wobei schon hier zu bemerken ist, dass sowohl das Pfand, wie die Miete irregulär sein müssen, da doch nicht *idem*, sondern *tantumdem* zu restituieren ist. Die nächste Frage ist, welchem Zwecke dient das Reportgeschäft? Diese Frage wurde schon allgemein damit beantwortet, dass ich sagte, es sei ein Creditgeschäft, womit implicite gesagt ist, es diene dazu, dem Credit jemandes nützlich zu sein; dieser jemand können beide Contrahenten oder nur einer der beiden sein. A ist *à la hausse* engagiert, die Coursentwicklung ist aber nicht günstig, und er will noch bis zum nächsten Ultimo warten, hat aber nicht das dazu nöthige Geld; B gibt ihm dasselbe und bekommt dafür die Effecten; hier kann es nun sein, dass die Position des A so ist, dass er ohne fremdes Geld sich nicht halten kann; da ist nur er der Bedürftige; B hat gewiss auch Vortheile von dem Geschäfte. Bei einer Speculation *à la baisse* ist es umgekehrt; da braucht A Papiere und erhält diese von B, welcher selbstredend auch einen Vortheil hat; es kann aber vorkommen, dass beide Parteien bedürftig sind, A Effecten, B Geld braucht. Die Vortheile auf Seite des Reporteurs bestehen im Verfügungsrecht über die Papiere (im Verfügungsrecht über Geldsummen) oder in Zinsen, Barentschädigung etc. Also Vortheile sind gewöhnlich auf beiden Seiten, aber in der Regel kann man auf der einen Seite einen überwiegenden Vortheil finden. Sowohl der Geldgeber wie der Geldnehmer beim Darlehen haben „Vortheil“; aber weitaus überwiegend ist doch der Vortheil auf der Schuldnerseite. Der Gläubiger lässt sich oft zur Deckung ein Pfand geben; dieser Pfandvertrag ist aber jedenfalls ein accessorischer und steht nicht in gleicher Linie mit dem Darlehensvertrag. Wendet man das auf das Reportgeschäft an, so sieht man die Schwierigkeit, die Construction: „Darlehen gesichert durch Irregularpfand“ durchzuführen; denn wenn im obigen Beispiele A Effecten erhält und B Geld, so kann es sein, dass der Vortheil des B nur in fest bestimmtem Leihgeld besteht, aber eben so gut kann es sein, dass B das Geld selbst sehr gut brauchen kann; ebenso ist es, wenn A Geld erhält und B Effecten; ja gerade hier kann es sein, dass B außer den Stückzinsen oder dem Kostgeld die Effecten sehr vortheilhaft verwenden kann (behufs Theil-

nahme an der Generalversammlung, Ausübung von Optionsrechten). Man kann also nicht sagen, der Reporteur B habe nur ein Entgelt für das creditierte Gut, sondern auch ihm wird „Capital zeitlich überlassen“, worin ja viele das Wesen des Credites sehen. Die Auffassung: „Darlehen gegen (irreguläre) Verpfändung“ setzt immer voraus, dass das Nehmen des Pfandgutes etwas Accessorisches ist, was eben beim Reportgeschäft oft nicht zutrifft; damit ist auch die Lehre Ofners[1]), welcher, je nachdem Report oder Deport gezahlt wird, ein Gelddarlehen mit irregulärer Effectenverpfändung oder ein Effectendarlehen mit irregulärer Geldverpfändung annimmt, gefallen; eine Schwäche dieser Theorie liegt aber auch darin, dass sie kein allgemeines Schema bietet, sondern man stets fragen muss: was liegt vor? Praktisch wird das Richtige wohl bald zu erkennen sein, wenn man die Marktlage überblickt. Sachverständige werden, wenn in einem Processe die Auffassung als Report- oder Deportgeschäft praktische Folgen hat, wohl leicht richtig urtheilen. Ofner erkennt selbst „die Möglichkeit eines leichten unvermerkten Überganges zwischen Geld und Effectendarlehen beim glatten Kostgeschäft“; diese Bemerkung ist umso befremdender, als sie in einer kritischen Besprechung von Adlers Aufsatz vorkommt und gerade dieser Autor diese Grenzgebilde Ofners zum Angelpunkte seiner Theorie macht. Diese Theilung der wirtschaftlich letztlich einheitlichen Geschäfte ist noch viel weiter getrieben worden, indem man das Reportgeschäft als ein Gelddarlehen mit irregulärer Effectenverpfändung, das Deportgeschäft als eine irreguläre Effectenmiete auffasst. Dass diese Theorie unvollständig ist, liegt auf der Hand, denn beim sogenannten Deportgeschäft wird so ja nur die Effectenübertragung, nicht die Geldübertragung erklärt, denn die dem tradierten Gegenstande meistens gleichwertige Valuta kann doch nicht als Mietzins aufgefasst werden[1]), und es wären alle Bedenken gleichfalls vorhanden, welche früher hervorgehoben wurden, namentlich aber, dass das wirtschaftlich oft unklare Verhältnis, wer Bedürftiger, wer Gewährender ist, stets entschieden werden müsste.

---

[1]) Goldschmidts Zeitschrift, Bd. 37.

[2]) Auch die Auffassung als eine Effectenmiete gegen Stellung einer Caution (nämlich der übermachten Valuta) befriedigt wohl kaum.

Müller sagt, die einzig wirtschaftlich zutreffende Construction wäre die eines Geld- und eines Effectendarlehens, wo also beide Theile etwas geliehen erhalten, beide also geben und empfangen. Dies verwertet nun Adler, indem er, von der Ansicht ausgehend, das Darlehensgeschäft binde die Contrahenten nicht genügend, sagt, das Reportgeschäft sei sowohl ein Gelddarlehen mit irregulärer Effectenverpfändung, wie auch ein Effectendarlehen mit irregulärer Geldverpfändung.[1]) Denn mit dem Verzuge des A in der Rücklieferung der Effecten wäre noch kein Recht des B begründet, das geliehene Geld nicht zurückzuzahlen, während das Geld als Pfandobject dem B ganz andere, weitgehende Rechte gewährt. Die Bedenken, welche sich im ersten Momente gegen die Construction ergeben, verschwinden bei näherer Betrachtung.

Ist es nicht möglich, dass ein Gegenstand erst Pfandgut war und dann derselben Person unter Wahrung des Pfandcharakters ein *commodatum* daran eingeräumt wird, kann nicht ein *mutuum* Pfandgegenstand werden? Ich leihe jemandem 1000 fl. Rente, und zwar als *mutuum* (nicht als *commodatum*); ich gerathe in momentane Geldverlegenheit und leihe mir von dem Gegencontrahenten 2000 fl. und bestelle ihm das Darlehen als Pfand; warum soll nicht zugleich *mutui dandi et pignerandi causa* tradiert werden können? Der Reporteur verleiht Geld und verpfändet Geld, entlehnt Effecten und ist Pfandgläubiger derselben; der Reportierte verleiht und verpfändet Effecten, entlehnt Geld und ist Pfandgläubiger i. B. auf dieses. Betrachten wir einen Moment, wie diese Construction mit dem wirtschaftlichen Bedürfnisse in Übereinstimmung steht. Die sogenannten glatten Kostgeschäfte sind nur durch diese Construction — durch keine der bisher erwähnten — getroffen, und die Report- und Deportgeschäfte genannten Unterarten lassen sich ganz gut unterbringen, denn das Reportgeschäft soll einerseits ein Creditbedürfnis auf einer oder beiden Seiten befriedigen, das ist mit der Natur des Darlehengeschäftes ja gegeben; ein Entgelt für diese Creditgewährung dem einen der beiden Theile zuzuwenden, ist auch dem Darlehen nicht fremd und dem Postulat der Sicherung der entstehenden Verhältnisse ist

[1]) Diese Ansicht wurde übrigens ungefähr gleichzeitig unabhängig aufgestellt von de Prât in einer wenig verbreiteten „*thèse*“, 1890.

durch die Pfandrechte genügt, und man kann auch nicht einwenden, es sei das Rechtsverhältnis des B am Gelde ein accessorisches gegenüber dem des A an den Effecten.

Eine wichtige Probe auf die Anwendbarkeit der Adler'schen Theorie ist, ob sie beim Verzuge standhält. Nehmen wir zunächst die Hingabe; dieser geht ein Vorvertrag, ein *pactum de reportando* voraus; bei Verzug kann auf das Gewähren des Darlehens geklagt werden oder auch auf das Interesse des Darleihers an der vereinbarten Placierung des Geldes, also auf das Kostgeld [1]); praktisch wird der Fall selten vorkommen, die Uebergabe von Geld und Effecten muss nicht Zug um Zug erfolgen. Das ist wohl ein Mangel: A gibt Geld und erhält keine Effecten! Bei diesem Vorvertrage ist es in der Natur der Sache gelegen, dass die *clausula rebus sic stantibus* nicht gilt; bei einem Vertrag über Effecten wäre das unmöglich. Der Verzug bei der Rückgabe wird nach Art. 311 geregelt (§ 15 ö. B. G.), wonach die verpfändeten Gegenstände durch einen Handelsmäkler zum laufenden Preise verkauft werden können, wenn A Geld, B Effecten erhalten haben, so kann B bei Verzug des A die Effecten verkaufen lassen, A wird selbstverständlich das Geld nicht verkaufen, sondern ein einfaches Behalten des Geldes [2]) tritt ein. Dass aber die Parteien nicht nur Pfandgläubiger, sondern auch Schuldner sind, kommt darin zum Ausdruck, dass das Kostgeld, die Zinsen abzuziehen, eventuell dem Gegencontrahenten herauszugeben sind.

Also A bekommt Effecten, B Geld und B erhalte Zinsen für sein Geld, dann muss A, auch wenn er nicht gedeckt wäre, die Zinsen zahlen, respective abziehen, oder umgekehrt kann B das Geld behalten und noch Zinsen verlangen, wenn sie höher sind als die Stückzinsen.

Unbefriedigend ist jedenfalls die Construction in den Fällen, in welchen die Stellung der beiden Contrahenten so scharf ausgeprägt ist, dass der eine Theil in hohem Grade creditbedürftig, der andere ein durch die Concurrenz recht

---

[1]) Die durch das Arrangementwesen sich praktisch ergebenden Consequenzen werden hier noch nicht berührt.

[2]) „Die Feilbietung wäre absurd." Krainz-Pfaff, 2. Aufl., I, S. 763.

mäßig gehaltenes Entgelt bezieht. Doch wäre die für diese Fälle wirtschaftlich ziemlich passende Erklärung, das Reportgeschäft sei ein verzinsliches Darlehen, unbefriedigend, nachdem doch die Effectenübergabe nicht erfasst werden kann (das sogenannte Deportgeschäft wird bei dieser Construction ganz geschnitten).

Dasjenige Geschäft, welches beiden Contrahenten eine ziemlich gleiche Stellung anweist, ist der Kauf; beide Parteien sollen Vortheile haben. Es ist möglich, dass diese Vortheile intensiv gleich sind; aber nöthig ist es nicht, das Erfordernis des *justum pretium* besteht ja schon lange nicht mehr.

Die herrschende Ansicht construiert das Reportgeschäft als einen Verkauf von Effecten gegen bar verbunden mit einem (Rück-)Kauf auf Zeit und Credit. Der Kauf dient dazu, um mir die vollständige Verfügung über einen Gegenstand zu sichern; ich verkaufe etwas, was ich nicht mehr haben will oder aus Noth nicht mehr haben kann; hoffe ich auf Besserung meiner Verhältnisse, dann schließe ich ein Creditgeschäft. Der Reportierte kann mit seinen Mitteln nicht mehr weiter operieren; er kann nun einfach verkaufen und den Fehlbetrag zum Kaufschilling aus eigenem zusetzen, oder lombardieren oder ein Reportgeschäft abschließen; mit diesen beiden letzteren Geschäften hat er sich die Operationsmöglichkeit noch nicht abgeschnitten. Um daher die „Hingabe“ als Kauf aufzufassen, besteht die Nothwendigkeit, neben dem Kauf einen Rückkauf oder ein *pactum de retroemendo* anzunehmen, um dem Speculanten die Papiere wieder zu verschaffen, denn thatsächlich bekommt er sie ja wieder.

Nur in einer Form dient der Kauf anerkanntermaßen als Creditgeschäft, in der des *contractus mohatrae.* Der Begriff desselben steht nicht ganz fest.[1]) Krainz-Pfaff versteht darunter den Vorgang, dass jemandem eine Sache um einen bestimmten Preis übergeben wird, der als Darlehenssumme gelten soll, wobei diese Preisbeifügung *taxationis causa* geschehe. Windscheid sagt, es sei der Verkauf eines beliebigen Gegenstandes auf Credit und sofortiger Rückkauf desselben um eine

---

[1]) Dernburg, 3. Aufl., II, S. 232, sagt, es sei ein Vertrag, wonach man einem Geldbedürftigen eine Ware zum Verkaufe überlasse, damit er den Erlös als Darlehensvaluta behalte.

geringere Summe, und v. Schey[1]) fügt noch bei, dass diese letztere Summe bar gezahlt werden müsse. Adler definiert den *contractus mohatrae* als ein Geschäft, wobei der eine gegen bar kauft und um einen höheren, später zahlbaren Preis gleichzeitig wieder zurückverkauft. Diese letztere Ansicht ist aber in der Wissenschaft heute nicht anerkannt, und die herrschende Ansicht (Windscheid und v. Schey) geht davon aus, dass der eine gar nichts, der andere Ware und Geld besitzt, nicht, dass die beiden Rollen (Waren- und Geldbesitzer) von verschiedenen Personen gespielt werden, und beim Reportgeschäft hat doch immer der eine Geld, der andere Ware. Der Warenbesitzer verkauft dem Geldbedürftigen die Ware um 100 und kauft sie um 95 zurück. Der Geldbedürftige bleibt natürlich das Geld schuldig, es ist für diesen ein Creditkauf. Der Warenbesitzer zahlt die 95 bar aus, und nun ist die Frage, ob er die Ware „behält" oder sogleich wieder aus dem zweiten Geschäfte zurück erhält; denn der gewichtigste Einwand gegen diese Erklärungsart besteht darin, dass die Ware keinen Augenblick an den Geldbedürftigen übergeht, dieser nicht Eigenthümer derselben wird, mithin nicht über dieselbe verfügen kann, selbst wenn des Scheines halber die Ware dem Geldbedürftigen auf fünf Minuten übergeben wird; nicht im Innehaben, sondern in der unbeschränkten Verfügungsfreiheit liegt ein Charakteristikon des Reportgeschäftes.

Besser kommt man mit der Ansicht Adlers durch, wonach Warenbesitzer und Geldverleiher nicht dieselbe Person sind; der A hat (des Beispieles halber) vielleicht Ware, aber kein Geld, und B kauft sie zu 98, rückverkauft aber gleichzeitig dieselbe an A um 100. Die 98 werden bar gezahlt, die 100 creditiert; die Ware wird dem A zurückgegeben, wenn er sie an B *pro forma* übergeben hat: denn wenn B dieselbe behalten sollte bis zum Erlöschen der Verbindlichkeit, wäre es doch zweckmäßiger, einen pfandgesicherten Darlehensvertrag zu schließen; beim Reportgeschäft behält aber der Gegencontrahent, also beim Effectenverkehr der Capitalist, die Papiere und daran scheitert die Erklärung des Reportgeschäftes als *contractus mohatrae*, selbst wenn man sich darüber hinwegsetzen wollte,

---

[1]) Obligationsverhältnisse, S. 83.

dass der von Adler angewendete Begriff dieses Geschäftes nicht allgemein anerkannt ist. Beim *contractus mohatrae* sind die Waren Mittel zum Zweck der Geldbeschaffung, beim Reportgeschäft die Effecten Selbstzweck der Handelsoperation.

Sehr verbreitet ist die Ansicht, es handle sich um einen Kauf mit einem *pactum de retroemendo:* es sollen die Papiere verkauft werden und der betreffende Verkäufer das Recht haben, die Papiere nach einiger Zeit zurückzukaufen. Wozu aber einen Vorvertrag schließen? Der „Verkäufer" braucht doch die Papiere nach einiger Zeit ganz sicher; es wäre thöricht, wenn er nur einen Vorvertrag abschlösse, da es doch nichts zu bedenken gibt, und ein so loses Vertragsverhältnis, wie es im *pactum de retroemendo* liegt, gewiss nicht den Intentionen entspricht, denn beim Reportgeschäft kommt es nicht auf das Recht, sondern auf thatsächliche Leistungen an; namentlich betont dies Grünhut scharf: der „Rückkauf sei gleichzeitig *(uno actu)* mit dem Kauf" abgeschlossen; nach dem österreichischen bgl. Recht ist auch ein *pactum de retroemendo* bei Mobilien unstatthaft, während eine *venditio jam facta,* zulässig sein muss (§ 1070). Thöl, Ladenburg, Guillard, Lyon-Caen et Renault, ferner Goldschmidt sagen ganz bestimmt: das Reportgeschäft seien zwei Käufe, welche auf Grund eines Entschlusses zwischen denselben Personen in entgegengesetzter Richtung und mit verschiedener Erfüllungszeit über eine Quantität fungibler Sachen geschlossen werden, von welchen Käufen einer ein Zeit- und Creditgeschäft ist. Doch wo gibt es zwei Käufe, welche so innig zusammenhängen, dass sie ein einheitliches Geschäft sind? Wenn eine Person mit zwei verschiedenen Personen ein solches Geschäft schließt, dann wird durch die gemeinsame Person des einen Contrahenten eine wirtschaftliche und oft auch juristische Abhängigkeit der zwei Geschäfte erzielt: nicht aber durch Geschäfte zwischen denselben Personen, selbst wenn es in ihrem Zusammenhang Hilfsgeschäfte einer Speculation sind, wobei das Hilfsgeschäft als solches ganz gut einen Gewinnzweck verfolgen kann. Dass aber die ganze Construction bedenkliche Lücken aufweist, wenn man fragt, wie steht es beim Verzuge, hat Vidari, *Corso di diritto commerciale,* 4. Bd., nachgewiesen, und haben nach ihm Adler und Müller ausgeführt; freilich weist der letztere mit Recht

darauf hin, dass die Usancen, welche für den Verkehr am maßgebendsten sind, viele Klippen, welche das Handelsgesetzbuch bietet, beseitigt haben, namentlich durch Gleichstellung des Käufers und Verkäufers im Falle des Verzuges. Gerade Vidari, ein italienischer Jurist, hätte, um dem Gesetze seiner Heimat gerecht zu werden, die Zweikäufetheorie anwenden müssen[1]); es geht wirtschaftlich nicht, namentlich beim sog. Deportgeschäft, denn wer bedürftig ist, kauft nicht, sondern leiht.

Manchmal wird jemand, welcher *à la baisse* operiert und das Geld besitzt, um die Effecten zu dem noch nicht recht günstigen Course zu kaufen, ein Deportgeschäft eingehen, weil diese „Anschaffung" keine Preisbewegung zur Folge hat, während sonst leicht eine *hausse* entstehen und die Pläne des Speculanten durchkreuzen würde. Es wären also Käufe, welche keine Wirkung auf die Marktlage hätten! Selbst wenn aber die Operationen Käufe wären, so müsste zugegeben werden, dass die Absicht auf Credit-Gewährung, resp. -Erlangung gerichtet ist, und dass also die Operation in ihrer Totalität ein Creditgeschäft ist, also in naher Verwandtschaft zum Darlehen steht, die Käufe also wie beim *contractus mohatrae* nur die Form wären, um ein solches Creditgeschäft herbeizuführen.

Die Vertreter der Zweikäufetheorie empfinden denn auch die Schwäche ihrer Construction sehr wohl. Ein anschauliches Bild der Folgen von solchen Conflicten zwischen dem Juristen und Nationalökonomen mögen folgende Stellen liefern.[2])

Bodet sagt: „*Les reports sont . . . achat au comptant, revente à terme; en rèalité (sic!) les reports constituent des prêts . . . sur gage, mais qui ne sont pas régis par les principes ordinaires applicables au prêt.*" Unzweifelhaft erkennt dieser Schriftsteller auch, dass es sich hier um ein „Creditgeschäft" handle, also um eine zeitliche Überlassung von fungiblen Werten, respective von Capital. Ebenso finden wir eine Discrepanz in einer Ent-

---

[1]) Art. 73 des *Codice di commercio* sagt: *il riporto è un Contratto costituito da una compra, è pronto pagamento di titoli di credito circolanti in commercio e dalla contemporanea rivendita a termine, per un prezzo determinato, alla stessa persona, di titoli della stessa specie.* Aber die Effecten müssen gegeben werden, damit das Geschäft perfect werde, also ein Kauf, der ein Realcontract ist! (Adler.) Vgl. rum. H. G. B. Art. 74.

[2]) J. d. E. 1882.

scheidung des Reichsgerichts[1]), worin es heißt, dass das Wesen des Reportgeschäftes eine Verbindung von Kauf und Verkauf ist, u. zw. so, dass Wertpapiere gegen Barzahlung verkauft und für den ultimo des nächsten Monates zurückgekauft werden, ... und wenige Zeilen später: „es kann der Abschluss eines Kaufvertrags dem wirtschaftlichen Zwecke der Sicherstellung einer Forderung dienstbar gemacht werden, und es ist nicht unverträglich, denjenigen, an welchen die Papiere unter Rückverkauf verkauft werden, als Darleiher des von ihm gegebenen Geldes anzusehen und das Reportgeschäft als Mittel der Sicherstellung des Darleihers an derselben Summe aufzufassen." [2])

Ferdinando Piccinelli[3]) schreibt: *il riporto è dunque un contratto reale che risulta da due compre-vendite tra le stesse parti.*

Dieser Conflict in den Anschauungen beruht darauf, dass eben keine der bisher erwähnten Constructionen den Ökonomen und den Juristen befriedigt.

Es dürfte daher am besten sein, alle bisher dargelegten Constructionsversuche zu verwerfen und das Reportgeschäft als ein eigenartiges Creditgeschäft, wie dies Steinbach, Hye, Vidari, Supino, Armelani, Alexander, Müller und Weishut (in gewissem Sinne auch Grünhut) thun, aufzufassen.

So sagt Weishut: „Es ist ein Lieferungsgeschäft in zu Speculationszwecken angeschafften oder veräußerten Effecten, das einheitlich sowohl auf die Übernahme von Effecten zu einem bestimmten Course als auch auf Rücklieferung derselben Quantität von Effecten *in specie* oder *genere* zu dem ursprünglichen Course binnen einer bestimmten Zeit gegen eine vereinbarte Vergütung gerichtet ist." Der Geldgläubiger ist zugleich Effectenschuldner, der Geldschuldner zugleich Effectengläubiger. Zunächst möchte ich den Passus „gegen eine vereinbarte Vergütung" ausschalten[4]) (obwohl Weishut ihn S. 135 selbst nicht aufrecht hält); denn es kann ein Geschäft nach § 8 der Bedingungen so geschlossen werden, dass A Zinsen für das

---

[1]) Bd. 19, S. 149.

[2]) Vgl. auch Hinschius, Zeitschr. für Gesetzgebung und Rechtspflege, II.

[3]) S. 670.

[4]) Verfehlt Alexander, S. 14: „Dem Reportgeschäfte wesentlich ist die Ausbedingung eines Entgelts."

Geld zahlen muss und B die gleich hohen Stückzinsen genießt, also *de facto* kein Entgelt gezahlt wird, denn beide Parteien sind bedürftig.

Es müssen auch nicht zu Speculationszwecken angeschaffte oder veräußerte Effecten sein, sondern nur Effecten.[1]) Es gibt ja zweifellos auch Reportgeschäfte, welche von Speculationen losgelöst sind.

Die Kriterien des Lieferungsgeschäftes (Staub zu § 338) sind jedenfalls vorhanden; charakteristisch für das Lieferungsgeschäft ist, dass die Papiere erst nach dem Vertragsschlusse übergeben werden. Es wäre also die Lieferung die Erfüllung des Vertrages und das Reportgeschäft wäre dann ein Consensual-, kein Realcontract.

Müller definiert das Reportgeschäft als neuartigen Vertrag, der sich aus zwei bekannten Elementen, zwei Käufen, zusammensetzt, aber als Ganzes ein einheitliches, selbständiges Geschäft ist, das nicht identisch ist mit zwei gewöhnlichen Kaufgeschäften entgegengesetzter Art; sagt aber auf Seite 118: „Das Reportgeschäft ist ein zweiseitiges Creditgeschäft, der Hereingeber creditiert dem Hereinnehmer Effecten und dieser jenem Geld. Nur diese allgemeine Definition passt für sämmtliche Fälle des Reportgeschäftes.“

Also auch hier ist derselbe Zwiespalt, wie ich ihn schon auf Seite 197 betonte.[2])

Die Reportgeschäfte schließen sich an Käufe und Verkäufe an; sie sind, wie die Engländer ganz richtig sagen, eine „Continuation“ derselben, doch wird die angefangene Operation ja durch das Reportgeschäft theilweise abgewickelt, denn einer der Contrahenten in der *emtio-venditio* ist ja ausgeschieden, und man könnte nun annehmen, der Reporteur trete in die Verpflichtung ein, und er stehe nach Ablauf der vereinbarten Frist dem Reportierten als Gegencontrahent gegenüber.[3])

Aber im Arrangement geht doch die Sache so vor sich,

---

[1]) Alexander meint, es genügen Handelspapiere; der Appellgerichtshof zu Neapel sagt, es müssen *titoli di credito circolanti in commercio „quotati in borsa“* sein (*Annali Giurisprudenza ital.* XXVI, III). Urtheil vom 27. April 1892.

[2]) Vgl. auch Vidari.

[3]) Das ist die Idee Thaller's in den *Annal. de droit commercial*, Bd. VII, welcher das alte Geschäft durch „Subrogation“ aufrechterhalten will.

dass an Stelle des jetzigen Reportierten der Reporteur zahlt und bezieht. Berechtigt zum Beziehen ist nur derjenige, der im Lieferungsgeschäft aufgegeben ist (sei es nun im Kauf- oder im Kostgeschäfte). Zu dieser Aufgabe ist ein Lieferungsgeschäft nöthig, nachher „hat" der Reportierte die Effecten und ist verpflichtet, dieselben nach einer gewissen Zeit dem Reportierten nicht „zurück" zu liefern, sondern zu „liefern" zurückliefern kann man nur etwas, was der andere besessen hat; aber der Reportierte hat die Papiere ja nie gehabt, er hätte sie auch nie ohne Geld erhalten[1]), und er musste sein „Recht auf die Papiere" verkaufen oder liefern, denn das Recht an den Papieren hat er erst am Tage der Fälligkeit, und es muss doch vorher schon das Reportgeschäft abgeschlossen sein. Praktisch ist der Zustand ein solcher, dass A von B 25 Stück X-Actien zu fordern hat; am Liquidationstermin muss nun A entweder bezahlen, dann kann er beziehen, oder aber er muss jemanden anderen aufgeben; gibt er den Reporteur auf, muss dieser zahlen, oder es würden die Effecten für Rechnung des Reporteurs executiv verkauft werden. Nun wird der Reporteur Eigenthümer der Papiere, jedoch mit der Verpflichtung, eine gleiche Quantität ebensolcher Papiere nach einer bestimmten Zeit dem A zu liefern.

Man nennt häufig das Geschäft ein fiduciarisches Geschäft (Adler, Weishut); z. B. Weishut findet darin, dass der Kostnehmer Eigenthümer der Effecten wird, „ein Hinausgehen über den gewöhnlichen, wirtschaftlichen Zweck des Geschäftes". Was ist aber der „gewöhnliche" Zweck? Eine Verlängerung der Operationsfähigkeit der Reportierten. Dies aber kann nur mit fremder Hilfe geschehen, und damit, dass der Reporteur Eigenthümer wird, ist keineswegs ein Hinausgehen über den wirtschaftlichen Zweck gegeben, denn dadurch ist ihm das Verfügungsrecht über die Papiere eingeräumt, und dieses Verfügungsrecht kann so wertvoll sein, dass der Reporteur eine viel geringere Entschädigung beansprucht. Da nun das Reportgeschäft ein Hilfsgeschäft der Speculation, ein Creditgeschäft ist, und vom wirtschaftlichen Standpunkte aus jenes Geschäft das geeigneteste ist, welches die günstigsten Bedingungen gewährt, ist der Übergang des Eigenthums keineswegs überflüssig.

[1]) Es sind ja keine Creditkäufe, sondern Barkäufe!

Der Reporteur wird freilich Eigenthümer, aber er übernimmt die Pflicht, ein gleiches Quantum nach gewisser Zeit dem Reportierten zu liefern; diese Verpflichtung ist ein *vinculum juris*, welches ihm auferlegt wird. Sind ausnahmsweise dieselben Stücke zurückzuliefern (bei Losen), so wird der Kostnehmer wohl auch freier Eigenthümer, aber da muss man den Satz Hofmanns anwenden: „Jede zeitliche Beschränkung bringt eine inhaltliche mit sich.“ [1])

Das Eigenthum erwirbt er wohl, aber das ganze Vermögen, seine Handlungsfähigkeit ist durch die Pflicht der einstigen Leistung in gewissem Sinne gebunden. Ich definiere: Das Reportgeschäft ist ein Creditgeschäft, welches, — sofern es unter Benützung des Arrangements, — über Effecten geschlossen wird, welche Gegenstand einer noch nicht abgewickelten Speculation sind, aus zwei enge zusammenhängenden Lieferungsgeschäften besteht, welche sowohl auf die Übernahme als auf seinerzeitige Lieferung derselben Quantität von Effecten *in specie* oder *genere* binnen einer bestimmten Zeit gerichtet sind, wobei Übernahms- und Lieferungscours gewöhnlich mit dem Liquidationscours übereinstimmen oder nur wenig von ihm abweichen, — welches aber, soferne obige Voraussetzungen nicht zutreffen, ein Gelddarlehen mit irregulärer Effectenverpfändung, wie auch ein Effectendarlehen mit irregulärer Geldverpfändung ist.

Wie bewährt sich diese Construction beim Verzuge? Nehmen wir an, C zahlt nicht, so werden die Effecten executiv verkauft, liefert B nicht, so kann der aufgegebene C (Reporteur) an Stelle des A die Papiere executiv kaufen lassen; erfüllt nach Ablauf der vereinbarten Zeit C nicht, so lässt A (Reportierter) die Papiere kaufen, zahlt A nicht, werden die Effecten executiv verkauft.

Der Zweck des Geschäftes ist, den Speculanten wieder in seine Lage zurückzuversetzen; „*reporter*“ hat ja diese Bedeutung; es bedeutet aber auch einfach „aufschieben“, daher auch die Prolongation in Frankreich Report heißt. Sehr treffend ist auch der Wiener Ausdruck „Kostgeschäft“; man kenn-

[1]) Pfaff und Hofmann, Comm. II, S. 242.

zeichnet damit in vielen Dialecten ein Verhältnis ganz eigenthümlicher Art[1]): man hat nicht das volle Recht wie an den eigenen Sachen und Rechten, aber doch Rechte gleich einem Eigenthümer.

Nun werden aber auch Kostgeschäfte geschlossen ohne irgendwelchen Anschluss an schwebende Operationen.

Wenn ein Börsemann Geld braucht, u. zw. nicht zur Befriedigung seiner schwebenden Engagements, sondern z. B. für seinen Hausgebrauch, so kann er zu einem anderen Börsemann sagen: Schließen wir ein Reportgeschäft über z-Actien; er gibt sie dann einfach als Lieferungsgeschäft auf, liefert die z-Actien, erhält Geld, und nach Ablauf einer bestimmten Zeit wird das zweite dazugehörige Lieferungsgeschäft erfüllt.

Daß auch außerhalb der Börse stehende Leute „Reportgeschäfte" schließen, ist richtig. Doch handelt es sich dann nur um ein verkapptes Darlehen; für solche Geschäfte, welche sich nicht dem Börsearrangement zuliebe in die Form von Lieferungsgeschäften kleiden müssen, trifft sicherlich die Adler'sche Construction zu, wenn auch nur der eine bedürftiger, der andere wirtschaftlich stärker ist; das Hineingeben der Effecten ist eine verschämte Pfandrechtseinräumung und der pfandgesicherte Darlehensvertrag ist ein Schutzmittel für beide Theile.

Letztlich ist das Geschäft immer ein Creditgeschäft, und gerade so wie bekanntlich ein Darlehen in verschiedener Gestalt, als *mutuum*, als *contractus mohatrae* oder als ähnliches auftreten kann, kann auch das Reportgeschäft als Lieferungsgeschäft (Consensual-) oder auch Darlehens- und Pfandgeschäft (Real-Contract) auftreten. In beiden Fällen geht ein Vorvertrag voraus, welcher sich bei den verbreitetsten Reportgeschäften, nämlich denjenigen, welche sich an Arrangementgeschäfte anschließen, oft kaum merkbar von dem *consensu* geschlossenen abhebt, bei den anderen an der Börse geschlossenen schon etwas deutlicher hervortritt, und bei den außerhalb der Börse geschlossenen sich scharf als *pactum de reportando* (als Analogon zum *pactum de mutuo dando et accipiendo*) kennzeichnet.

Was sagt das österreichische Gesetz? Wir finden ein

---

[1]) Dies schimmert auch zum Beispiel in der Bezeichnung Kostkind durch.

einziges Wort in § 15 B. G.[1]) Da werden die Geschäfte neben die Pfandgeschäfte gereiht und werden ihnen Privilegien gleich diesen verliehen. Und ich messe dieser Stelle schon deswegen nur einen systematischen Wert bei, weil die meisten Reportgeschäfte schon genügend durch die Bestimmungen der §§ 354—357 H. G. B. und durch die Statuten geschützt sind. Es kann sich also nur um „directe“ Kostgeschäfte handeln (§ 8 Bedingungen); wenn der Reportierte nicht zahlt, lässt der Reporteur executiv verkaufen, wenn der Reporteur nicht zurückgibt, nimmt er das Incasso vor, unbeschadet etwaiger Verpflichtungen aus dem Darlehensgeschäfte. Im ganzen neigt sich die österreichische Praxis der Ansicht zu, es handle sich um ein modificiertes Darlehensgeschäft, und das ist das einzig Richtige. Die Darlehensnatur zeigt sich unter anderem in den §§ 9 und 10 der Bedingungen.

Die Ziehungschance trifft wohl den Kostgeber; aus besonderen Gründen wurde sie bei gewissen ausländischen Prämienanlehen vor einigen Jahren dem Kostnehmer zugesprochen.[2]) Dies ist ein deutlicher Fingerzeig, dass die Papiere eigentlich der Vermögenssphäre des Reportierten angehören; um mein oben angezogenes Beispiel mit den Kostkindern hier durchzuführen, so kann man sagen, dass die Kostkinder wohl in vielen Beziehungen ihre Kosteltern als Eltern ansehen und umgekehrt diese sie als Kinder betrachten, dass aber das eigentliche Familienrecht an den Kindern nur den leiblichen Eltern zusteht.

Einen weiteren Beleg dafür, dass die Papiere schon oder noch dem Kostnehmer gehören, bietet § 10, die Regelung des Bezugrechtes, worin zwar steht: „Der Käufer der Effecten (Kostgeber)“, was aber nicht bedeutet, dass der Kostgeber wirklich ein Käufer ist, sondern diese Personen nur in gewisser Hinsicht gleichberechtigt nebeneinander-

[1]) „Bei Pfandgeschäften, Prolongations- oder Kostgeschäften, welche Börsegeschäfte sind, haben die Bestimmungen des Art. 311 des a. H. G. B. auch dann Anwendung zu finden, wenn das Geschäft nicht unter Kaufleuten für eine Forderung aus beiderseitigen Handelsgeschäften entstanden, und wenn auch nicht schriftlich vereinbart ist, dass der Gläubiger ohne gerichtliches Verfahren sich aus dem Pfande befriedigen darf.“

[2]) Vgl. Weishut, Allgem. Juristenzeitung, 1895, welcher betont, dass diese Modification getroffen wurde, um die Verheuerung dieser Papiere unmöglich zu machen.

stellt. Der Kostgeber muss von dem Kostnehmer die Ausübung verlangen. Unterlässt er dieses, so verzichtet er damit auf die Ausübung des Bezugsrechtes, und es kann andererseits auch der Kostnehmer die Übernahme von Stücken, welche er in Ausübung des betreffenden Bezugsrechtes bezogen hat, von dem Kostgeber nicht verlangen. Verlangt der Kostgeber die Ausübung des Bezugsrechtes, so kann der Kostnehmer begehren, dass ersterer die neu bezogenen Stücke gegen Erstattung des ausgelegten Betrages sofort übernehme; er kann aber auch die ursprünglichen Effecten nebst den neu bezogenen zusammen am Fälligkeitstage des Geschäftes liefern, in welchem Falle er für die neu bezogenen Stücke nebst Erstattung des ausgelegten Betrages nur die etwaigen laufenden Zinsen derselben zu bekommen hat. Der Kostgeber kann eine frühere Lieferung neu bezogener Stücke nicht begehren.

Man sieht also, der Kostgeber hat ein Recht an den Papieren. Dieses Recht ist nicht leicht zu erklären; nur so kann man dies erklären, dass man dieses Recht als ein Charakteristikon des Reportgeschäftes, als *contractus sui generis* betrachtet. Das Ganze ist gewöhnlich ein Speculationsgeschäft des Kostgebers, dem es unbenommen bleiben soll, alle Vortheile daraus zu ziehen. Praktisch dürfte der Kostgeber das Recht nicht zu oft ausüben, da er doch momentan schwach an Geld ist, vielmehr besteht darin auch ein Vortheil der Reporteurs, namentlich der Banken, dass sie mit reportierten Effecten Bezugsrechte ausüben und dann die so bezogenen Effecten im Commissionshandel vom eigenen Bestande liefern können, was bei gesuchten Papieren sehr vortheilhaft sein kann.

Derjenige, welchem die Effecten tradiert werden, wird Eigenthümer: er kann sie also verkaufen, verleihen, verpfänden und kann unzweifelhaft auch in Österreich die Rechte eines Actionärs ausüben, an den Generalversammlungen theilnehmen. Diese letztere Berechtigung, das Stimmrecht der reportierten Actien, wird oft getadelt, und es ist in der That keineswegs unbedenklich. Doch würde das Verbot des Stimmrechtes reportierter Actien eine Erschwerung der Reportbedingungen zur Folge haben und mithin hemmend auf die Speculationen der Coulissiers und auf den ganzen Börseverkehr einwirken. Mit dem von mir S. 79 gemachten Vorschlage, dass zwei Monate

vor jeder Generalversammlung die Actien deponiert sein müssen, widrigenfalls dieselbe eine kleinere Dividende erhielten, wäre schon eine erhebliche Besserung geschaffen, denn ein Reportgeschäft auf 2—3 Monate wird wohl kaum geschlossen. In Deutschland wird in Bälde die Bestimmung des § 318 neues D. H. G. B.[1]) gelten (analog dem jetzigen Art. 249 f.), womit jedoch das Stimmrecht reportierter Actien nicht getroffen wird.

Die sogenannte „Nachdeckungsclausel" muss besonders vereinbart sein, sie ist einfach eine Nebenberedung besonderer Art, welche dem besonders gearteten Reportvertrag beigefügt wird. Die Zweikäufetheorie muss zum nämlichen Resultate kommen, denn eine solche Clausel lässt sich nicht mit einem Kaufvertrag an sich erklären.[2]) Die Darlehens-Pfandtheorien könnten zur Noth mit Hilfe des § 458 a. b. G. B. die Nachdeckungsclausel erklären. Vgl. § 8, Bedingungen.[3])

Auch das österr. Effectenumsatzsteuergesetz bietet Anhaltspunkte dafür, dass die Effectenübertragung nur eine zeitliche sein solle, dass die Übertragung und Rückübertragung wirtschaftlich und juristisch sich gleichsam aufhebende Acte, nicht aber die Übertragung und die Rückübertragung zwei verschiedene Rechtsgeschäfte sind; es wird nämlich die Rücklieferung von Effecten aus dem Kostgeschäfte an den Kostgeber, „soferne dieselbe nicht durch ein officielles Arrangementbureau abzuwickeln ist", nicht als steuerpflichtiger Umsatz angesehen; praktisch ist freilich die Rücklieferung meistens steuerpflichtig, da die meisten Geschäfte durch das Arrangementbureau gehen. Die directen Geschäfte, dann die Kostgeschäfte außerhalb der Börse genießen das Privilegium, nur einmal die Steuer zahlen zn müssen. —

---

[1]) . . . „Welcher Actien eines anderen gegen Entgelt leiht und für diese das Stimmrecht ausübt, sowie denjenigen, welcher hiezu durch Verleihung der Actien wissentlich mitgewirkt hat." Nun wird das Reportgeschäft in Deutschland noch weniger als bei uns als Leihgeschäft aufgefasst.

[2]) Man kann doch nicht eine *laesio enormis*, oder eine Analogie zur *actio quanti minoris* annehmen!

[3]) Wird eine Deckungsleistung, jedoch keine Frist dafür bedungen, so ist die Deckung über Aufforderung bis 10 Uhr morgens des der Aufforderung folgenden Werktages zu leisten. Unterbleibt die Leistung der geforderten Deckung, so kann der Zuschussfordernde die betreffenden Börsewerte unter den in §§. 11 und 12 angegebenen Modalitäten verkaufen, respective kaufen lassen; es liegt ihm aber der Beweis dafür ob, dass er den anderen Contrahenten zur Deckungsleistung aufgefordert hat.

„Der Reportfuß ist ein zuverlässiger Gradmesser für die Belastung des Marktes mit Vorräthen von Waren oder Capital und auch ein rasch fertiger, kräftig wirkender Executor, um das Übermaß der Vorräthe wegzuschaffen“, sagt Michaelis. Unter Reportfuß muss man die Differenz zwischen Tages- und Barpreis, Credit- und Terminpreis verstehen, derselbe darf nicht mit dem Zinsfuß verwechselt werden, wenn er auch häufig analog diesem in Percenten ausgedrückt wird; er ist durch den Zinsfuß sogar bedingt, und bei niedrigerem Zinsfuß wird leichter und lieber reportiert, weil man sein Geld besser verzinst, als z. B. beim Wechsel-Discontieren. Freilich ist dann große Concurrenz und wird dadurch der Reportfuß billig; bei knappem Geldstand, hoher Zinsrate wird theuer reportiert, weil ja wenig Geld vorhanden ist und die Concurrenz zwischen Wechsel-Escompte und Reportanlage sich fühlbar macht; man kann also im allgemeinen sagen: Zinsfuß und Reportfuß laufen parallel und ist gewöhnlich letzterer höher, weil er ja naturgemäß eine Risicoprämie enthält; freilich kommt es stets mehr minder auf die reportierten Effecten und auf den subjectiven Credit der zu Reportierenden an. Wenn starke Hausse und starke Baisseengagements gleichzeitig laufen, ist der Reportfuß normal, bei starken Engagements *à la hausse* sehr hoch, bei starken *à la baisse* ist der Deport (das Leihgeld) exorbitant.

Wie jede Möglichkeit, eine mehr als landesübliche Verzinsung zu erhalten, bald von vielen Personen gewerbsmäßig ausgebeutet wird, so gibt es Leute, deren Geschäft im „Reportieren“ besteht. Wenn kein besonderer Preis ausgemacht wird, wird der Liquidationscours dem Geschäfte zugrunde gelegt. Es ist im allgemeinen ein ziemlich ungefährliches Geschäft zu reportieren; nur in stürmischen Zeiten zeigt sich, dass der Sicherheitscoëfficient fehlt, die Papiere sinken im Werte, der Reportierte hat nichts mehr, die Papiere werden executiv verkauft und der Preis dadurch noch mehr gedrückt und es entstehen enorme Verluste auf Seite der Reporteure — andererseits ist das Reportgeschäft ein gefährliches Mittel, um verunglückte Speculationen lange Zeit über Wasser zu halten oder Operationen in innerlich faulen Papieren. Es wird natürlich sehr hoher Report gezahlt, und zum Schlusse erkennt der Reportierte doch, dass alles vergeblich ist, und hat statt eines relativ be-

grenzten Verlustes einen ungeheuren; so war es im Jahre 1873. Darin, dass die Reporteure mit Gefahr arbeiten, liegt aber eine große Berechtigung ihres Gewinnes, soweit er den Zinsengewinn übersteigt; denn er ist ein Unternehmergewinn. Es bestehen eigene „Reportbanken“, welche das Actiencapital und die Einlagen ihrer Clientel im Reportgeschäfte verwenden. Da diese Reportbanken ihren Clienten infolge hoher Erträgnisse im Reportgeschäfte hohe Zinsen für Bardepositen zahlen können, behauptet man, die Termingeschäfte seien auch deshalb nützlich, weil sie indirect Leuten eine hohe Verzinsung ihres Capitales gewähren. Dies ist eine ganz falsche Behauptung; denn nicht die Termingeschäfte fördern diese Geschäfte, sondern überhaupt die Börsegeschäfte. Am größten sind die Schiebungsgewinne in New-York, wo gar keine Termingeschäfte bestehen.

Die größten Finanzinstitute pflegen das Reportgeschäft. Am 31. December 1896 hatten die 6 größten deutschen Banken circa 300 Millionen Mark in Reportgeschäften investiert.[1])

Doch nicht nur Banken, Bankhäuser, sondern auch Privatpersonen befassen sich damit, Reportgeschäfte abzuschließen, um ihr disponibles Geld möglichst hoch zu verzinsen; namentlich Gelder, welche man nur für kurze Zeit disponibel hat, können sich so sehr gut verzinsen. Mit Recht wurden z. B. auch vom österr. Effectenumsatzsteuergesetze die Kostgeschäfte außerhalb der Börse für steuerpflichtig erklärt.

Wie sehr das Reportgeschäft sich entwickelt hat, geht aus den wohl stark übertriebenen Schilderungen Perrots hervor.[2])

Der Umstand, dass man bei einem Bar- und Tageskauf einen niedrigeren Preis als bei einem Zeit- und Creditkauf erzielt, wird auch noch in anderer Weise verwendet, um eine „Schiebung“ durchzuführen; nämlich in der Gestalt des sogenannten indirecten Reportgeschäftes. Dieses besteht darin,

[1]) Vgl. Zukunft, 1897, Artikel von Pluto.

[2]) „Es hat sich eine eigene Industrie, ein neuer Geschäftszweig, ein unerhörter Beruf herausgebildet: die Kostgeberei. Wer früher ein Capital von 10.000 bis 15.000 fl. besaß, der suchte es in Waren zu verwandeln, setzte es etlichemale im Jahre um, zog im Schweiße seines Angesichts 10—12% daraus und lebte als nützlicher Bürger in kleinen ruhigen Verhältnissen; heute nimmt er Papiere in Kost, macht damit 25%, ist Rentier ohne Sorgen und Mühe und lacht diejenigen aus, die Warenlager, Laden und Dreimonats-Wechsel zu bestreiten haben.“ (Bank-, Börsen- und Actienschwindel.)

dass z. B. A einen Schluss eines Papieres an B verkauft und einen Schluss desselben Papieres von C kauft. Dieses zweite Geschäft wird ein Termingeschäft sein. An und für sich bietet das Geschäft gar nichts Charakteristisches; ganz anders wird die Sachlage, wenn man diese Operation in Verbindung bringt mit einem schwebenden Geschäfte. A hat x-Actien per ultimo gekauft; der Cours ist während der Laufzeit des Geschäftes ein solcher, dass er die Papiere vernünftigerweise nicht verkaufen kann, er muss aber, da sein Gegencontrahent nicht prolongieren will, sich Geld beschaffen; er verkauft deshalb seine X-Actien per diesen ultimo, erhält Barfonds, gibt die Differenz aus eigenem dazu und bezahlt damit seinen Gegencontrahenten. Um aber für den von ihm erwarteten Fall der Hausse Stücke zu besitzen, kauft er auf den nächsten ultimo wieder einen Schluss x-Actien. Tritt nun diese Hausse ein, kann er die neu erworbenen x-Actien gewinnreich realisieren. Man sieht also, dass nur dieser Zusammenhang uns dazu berechtigt, das Geschäft des A mit B und C überhaupt als ein Geschäft zu bezeichnen; es ist ein Hilfsgeschäft, ein Schiebungsgeschäft, welches aus zwei von einander zu scheidenden Geschäften, einem Kauf und einem Verkauf besteht; hier ist wirklich das, was viele Autoren beim Reportgeschäft suchen, ein Verkauf gegen bar, ein Kauf auf Credit. Aber diese Operationen finden zwischen verschiedenen Personen statt, und man kann das zweite Geschäft nicht etwa als einen Rückkauf, eine Rückleistung bezeichnen, wenn es auch subjectiv so wirken kann. Auch der Name „gespaltenes Reportgeschäft“ (Müller) ist zu verwerfen; diese geschilderte Operation ist *in toto* ein Hilfsgeschäft einer schwebenden Speculation. Das Geschäft kann aber auch von Capitalisten in der Weise geschlossen werden, dass sie von Geldbedürftigen die Effecten gegen bar kaufen und dann auf Zeit an andere verkaufen. Jedenfalls ist sicher, dass nur der Effect des Geschäfts ein solcher ist wie beim Reportgeschäft; nie das Wesen. Die oben geschilderten Geschäfte sind auch Creditgeschäfte, und sie werden gerade von denjenigen Elementen geschlossen, welche keinen Reportcredit genießen; dann fehlt selbstverständlich auch jener innige Zusammenhang, welcher zwischen den beiden „Leistungen“ beim Reportgeschäfte besteht.

Der von Grünhut und auch von Lyon-Caen betonte Vortheil des (indirecten) Reportgeschäftes, dass es nämlich imstande sei, Geschäfte zu ermöglichen, welche sonst nicht zustande kämen: z. B. A hat auf Zeit gekauft, B will bar kaufen, C verkauft dem B bar und kauft von A auf Zeit, reduciert sich im wesentlichen auf die oben geschilderte Form des indirecten Reportgeschäftes. Die Operation des C kann sich eben erst recht entwickeln, wenn für beide Geschäfte ein Bedürfnis vorliegt, ihm also B einen guten Preis für den Barverkauf, A für den Zeitkauf einen relativ billigeren bewilligt. Betrachtet man die Geschäfte für sich, so sind es einfache Käufe, respective Verkäufe. Dadurch, dass diese Geschäfte unter Ausnützung verschiedener Umstände von demselben Individuum geschlossen werden, können sie Operationen werden, welche eine ökonomische Rolle spielen; sie sind aber niemals ein eigenes Rechtsgebilde, geschweige denn ein Reportgeschäft in dem früher entwickelten Sinne.

Eine reine, unentgeltliche Prolongation gibt es an der Börse nicht; höchstens kann, wenn Capitalzinsen und Höhe der Stückzinsen gleich sind, sich *de facto* ein per ultimo Jänner geschlossenes Geschäft von einem auf ultimo Februar prolongierten nicht unterscheiden; grundsätzlich sind alle Prolongationen entgeltlich (der Bezug von Stückzinsen begründet ein Entgelt) und auch steuerpflichtig; die Prolongation vollzieht sich entweder direct unter den Parteien durch Prolongationsnoten oder ist, wenn schon aufgegeben wurde, durch neuerliche Aufgabe vor dem Cassatage zu bewerkstelligen; in den Büchern wird sie oft als Kauf und gleichzeitiger Verkauf eingetragen.

Der Unterschied zwischen Prolongation und Reportgeschäft besteht darin, dass bei ersterer Operation 2, bei letzterer 3 Personen nöthig sind. [1])

Dem Creditbedürfnisse dienen auch noch andere Geschäfte: Darlehen gegen Pfand und Vorschuss-(Lombard-)geschäfte.

---

[1]) Vgl. Alexander, S. 35: „Ein wirkliches, der Prolongation eines Speculationsengagements dienendes Reportgeschäft ist nur dann vorhanden, wenn es nicht unter den Contrahenten des zu prolongierenden Geschäftes, sondern unter Hinzuziehung eines Dritten abgeschlossen wird.“ Das Reichsgericht sagt zwar: „Die Reportierungen können auch mit derselben Person, von welcher der auf das Steigen Speculierende die Effecten abzunehmen hat, statt mit einem Dritten vorgenommen werden.“ Damit ist aber jeder Unterschied verwischt.

Sowohl an der Börse wie auch außerhalb derselben kann ein Gelddarlehen sich in die Form eines Reportgeschäftes kleiden; um rasch Geld zu erlangen, gibt man jemandem 25 Stück X-Actien „in Report“; man vermeidet den Namen „Leihe“ oft gerne, thatsächlich handelt es sich um ein verschämtes Pfandrecht, um einen verkappten Darlehensvertrag. Dieses Geschäft wird durch die Adler'sche Construction des Reportgeschäfts befriedigend erklärt.

Zum Schlusse noch einige Worte über das Lombardgeschäft, an dieses denkt § 15 B. G. Darunter versteht man ein Darlehen gegen Verpfändung, die Belehnung von Effecten unter ihrem Courswert, und zwar in einem bestimmten Verhältnis, welches ein- für allemal fixiert ist.[1]) Wenn ein Pfandgeschäft als Börsegeschäft (§ 12 B. G.) geschlossen wird, so hat es nach § 15 B. G. das Privilegium des Art. 311 H. G., auch wenn dessen Voraussetzungen nicht vorhanden sind. Die Effecten sind hier Faustpfand, daher § 459 a. b. G. B. gilt, wonach das Pfandstück nicht genützt werden darf und *in specie* zurückzustellen ist. Bei diesem Geschäft ist eine Person bedürftig und erhält ein Darlehen gegen entsprechende Vergütung, wofür das Realpfand gestellt wird. Der subjective Credit spielt hier keine Rolle, während er beim Reportgeschäft wesentlich ist. Doch ist das Lombardgeschäft nicht das Creditgeschäft der schwächsten Elemente, da es doch einen Effectenbesitz voraussetzt. Ist das Pfandrecht ein *pignus irregulare*, dann haben wir ein sogenanntes uneigentliches Lombardgeschäft[2]), welches sehr an das Reportgeschäft erinnert.

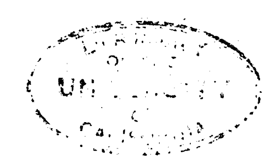
Ist die Differenz gegenüber dem Course so groß, dass ein Sicherheitscoëfficient vorhanden ist, dann liegt ein irreguläres Lombardgeschäft vor, ist die Differenz jedoch geringer, dann ist es ein Reportgeschäft mit Untercourshereinnahme, welches einerseits ein höheres Entgelt wegen geringeren subjectiven Credites, andererseits schon eine gewisse pfandartige Deckung bietet. Dies zu entscheiden ist *questio facti*.

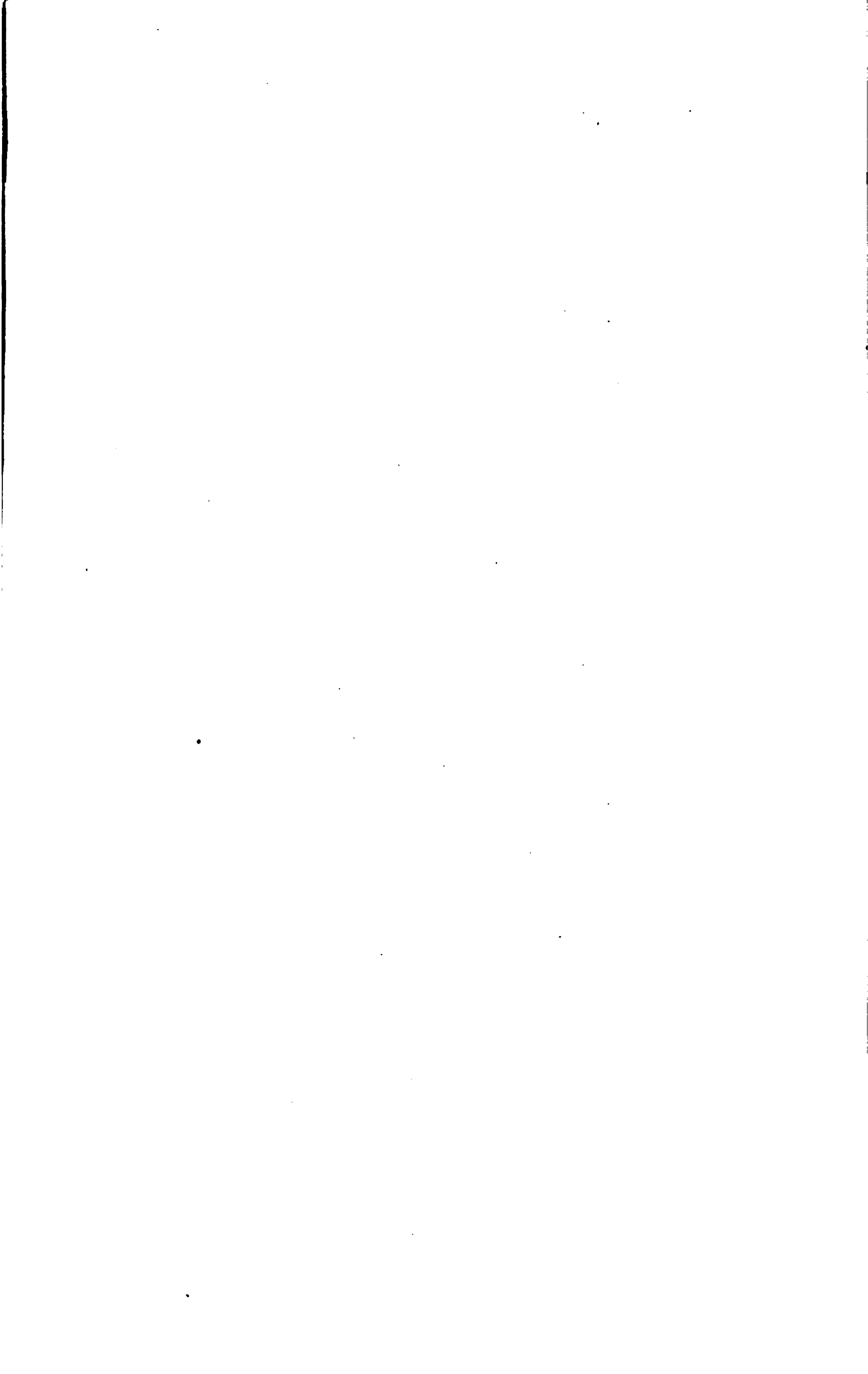
---

[1]) Vgl. z. B. die Bestimmungen über Effectenbelehnung (Darlehen gegen Handpfand) bei der österr.-ung. Bank bei Wachtel, Bank- und Börsenverkehr, S. 276 ff.

[2]) Vgl. Müller, S. 109 ff.

Druck von Gottlieb Gistel & Comp. in Wien.






104999
HG 4551
.M3

